全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者必读

看懂股市新闻（第2版）

袁克成 著

《上海证券报》前资深记者教股民解读股市新闻
国内第一本教股民正确理解股市新闻的图书

第1版深受专家及读者好评
新增14个章节，隆重推出第2版





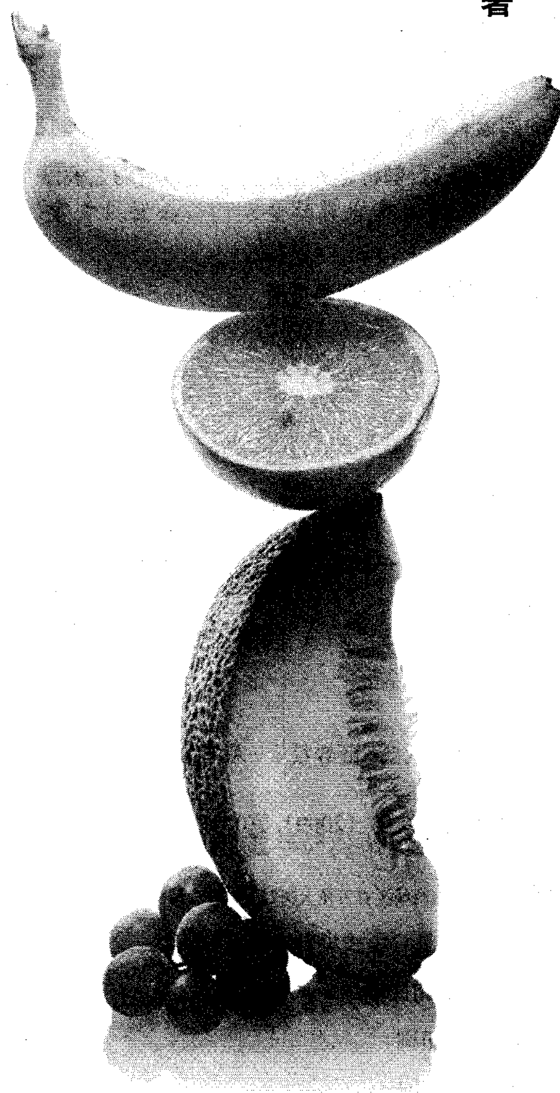
机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者必读

看懂股市新闻（第2版）

袁克成 著





机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书是一本投资者既看得懂又用得上的证券投资基础读物，第2版保留了第1版中有关证券市场基本理念的内容，在此基础之上，对2008年的新闻热点进行了深入分析，向读者揭示了这些将对世界经济以及证券市场今后的走势产生怎样的影响。

通过对本书的阅读，您会对股市的走向有一个较为清晰的把握，另外，也是更为重要的是您会了解如何对新闻进行剖析，如何把握文字背后的玄机。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问　北京市展达律师事务所

图书在版编目（CIP）数据

看懂股市新闻 / 袁克成著. —2版. —北京：机械工业出版社，2009.4
(投资者必读系列)

ISBN 978-7-111-26782-9

Ⅰ. 看…　Ⅱ. 袁…　Ⅲ. 股票−证券投资−基本知识　Ⅳ. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第049871号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）
责任编辑：刘　斌　　　　版式设计：刘永青
三河市明辉印装有限公司印刷
2009年4月第2版第1次印刷
170mm × 242mm · 17印张
标准书号：ISBN 978-7-111-26782-9
定价：32.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
本社购书热线：（010）68326294
投稿热线：（010）88379007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CONTENTS 目 录

推荐序一（姚振山 中央电视台经济频道《中国证券》主持人）
推荐序二（张志雄 《Value》主编）
推荐序三（李鲁宁 美国常青投资公司衍生金融投资部主任）
第2版前言
第1版前言

金融创新篇

第1章 富贵险中求——创业板 / 2
第2章 输不起的是时间——融资融券 / 12
第3章 A股市场的成人礼——股指期货 / 17

交 易 篇

第4章 谁是真正的大盘——上证指数与沪深300指数 / 34
第5章 最痛快的下跌——除权 / 45
第6章 关注开闸时间表——限售股 / 58
第7章 该出手时就出手——汇金增持 / 67

宏观环境篇

第8章 “档期”要心中有数——重要会议 / 76
第9章 中国的“营业收入”——保八 / 85
第10章 理想与现实的差距——四万亿 / 93
第11章 投资者也需要反思——次贷危机 / 98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章　恶性通货膨胀会来吗——奥巴马新政 / 106
第13章　价格需要哄抬——货币供应量 / 111

行 业 篇

第14章　过山车的刺激——大宗商品价格 / 120
第15章　高新技术的特殊待遇——企业所得税 / 132

上市公司篇

第16章　珍惜你所拥有的——信息披露 / 140
第17章　麻雀变凤凰——重组 / 150
第18章　百分之百中“新股”——定向增发 / 169
第19章　这里的网中有大鱼——股权激励 / 176
第20章　上市公司也有“职业股民”——交叉持股 / 186

财 务 篇

第21章　为革命再立新功——环比数据 / 196
第22章　股票的贵贱之分——市盈率 / 203
第23章　证券市场没有“怀才不遇”——净资产收益率 / 211
第24章　向羊肉串学习——产品毛利率 / 221
第25章　唯“财”是举——每股净资产及市净率 / 231
第26章　找到真正赚钱的公司——经营现金净额 / 239
第27章　给净利润瘦身——非经常性损益 / 245

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOREWORD I | 推荐序一

成语“殊途同归”出自《周易·系辞下》：“天下同归而殊途，一致而百虑。”比喻采取不同的方法而得到相同的结果。国内经济学界曾经就中国经济增长速度是慢些好还是尽可能地高速增长有过不少争论，研究者通过不同的理论和模型进行推导和论证自己观点的正确性，经济学界探讨得热火朝天，而大多数老百姓对于那些枯燥的理论和模型却感到云山雾照，后来经济学家厉以宁先生对于该问题发表了看法：中国经济的增长速度太快也不好，太慢也不好，就像骑自行车一样，太快了容易刹不住车，出事故，太慢了又会骑不稳而摔跤。这就是著名的“自行车理论”。同一个经济学问题，相信用自行车的比喻来说明比众多经济学研究人士采用的模型推导方法更加容易得到大家的理解和认可。

在本书中，作者根据证券和媒体行业的双重从业经验，把一些专业的股市术语进行了表达方式的转换，让受众更容易理解那些枯燥的概念；另外在书中，实例的运用又让很多刚刚进入股市的投资者有身临其境的感觉，更容易让读者领悟书中所要表达的内涵，因为理论和实践的同步印证，要比先学理论后在实践中检验或者在实践总结后寻找理论的支持更有效率，也更不容易让读者忘记。比如，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书中，你可以看到对于上证指数产生的介绍，与专业书籍不同的是，作者不拘泥于公式的数学解释，而是用几个简单的例子告诉你指数代表着什么，它的变化意味着什么；对于指数变化的一些规律，如羊群效应，你看到的是拿大家熟知的超女做比喻：“**对待大盘的态度，应该如同你去有奖竞猜哪一个超女会成为最后一轮决赛的冠军，虽然你个人很欣赏张靓颖，但也应该正视客观现实（更多人的选择），而选择李宇春**”，也许这样的表达方式，就如用骑自行车比喻中国的经济增长速度，在幽默和通俗的表达中很容易让你领会到文字的真正含义。

量子物理学中有一个著名的“测不准原理”，由德国物理学家海森堡于1927年提出。该原理表明：一个微观粒子的某些物理量（如位置和动量，或方位角与动量矩，还有时间和能量等），不可能同时具有确定的数值，其中一个量越确定，另一个量的不确定程度就越大。同年丹麦物理学家玻尔提出著名的互补原理，对于该理论做了哲学性的解释。他认为对原子体系的任何观测，都将涉及所观测的对象在观测过程中已经有所改变，因此不可能有单一的定义，平常所谓的因果性不复存在。其实换到股市中来，如果把股票看做是一个个微观观测体的话，对于它的股价的预测也是符合“测不准原理”的。因为在我们通过某一项或者几项标准对它进行预测时，影响其本身的其他因素却一直在不断的变化之中，股价的表现与我们设定的一些基本判断标准之间（如20倍市盈率与应该对应的股价、量与价的对应关系、超买与卖出、超卖与买入等）并没有因果性的关系，因此，对于股价的变化我们也总是感觉“测不准”。为了尽可能地对股价的走势有一个较好的判断，就需要尽可能地去了解和它相关的多种因素的变化。

影响股市和股价的变化因素有多少呢？经典教科书告诉我们，有政治的、经济的、军事的、心理的；有基本面的，技术面的，也有消息面的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等等，因此，要对一家公司的股价走势有比较准确的判断，最好是把以上因素都充分考虑进去并加以把握，而本书的作者，很聪明地用关键词的方式，把影响股价表现的主要因素以及市场上出现的新的因素做了归类和整理，让读者看起来一目了然；而且，与同类书籍相比，作者并没有选择面面俱到，选择的关键词都是目前影响股价波动的核心因素，如果读者能够深入理解这些核心因素，对于股价变化的判断至少不会是雾里看花、水中望月了。

阅读本书，最为赞赏的是作者通俗化的表达方式，而最令人感兴趣的是那些涵盖了股票分析主要方面的关键词。对于中国股市，笔者既不是基本派，也不是技术派，更不是消息派，而是一直推崇将以上各种因素综合运用到具体的股价趋势分析中去，而阅读中，似乎感觉作者也是在将读者向这样一个方向引导，如果我猜测的正好是作者的意图之一的话，那我虽与作者素未谋面，却以此书为缘，蓦地有惺惺相惜之感。

本书定位在“投资者必读”的基础篇，我看未必。对于专业投资者来说，借阅读本书对于自己的分析方法进行梳理和总结，也未尝不是好事，或许也有补充和借鉴作用。

姚振山

中央电视台经济频道《中国证券》主持人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序二 | FOREWORD Ⅱ

克成是我在《上海证券报》工作时的同事。1997年，我从上海复旦大学新闻系招了几位毕业生来《上海证券报》专题部工作，克成是其中的一位。我们一起参加了不少有意义的活动，如“中国上市公司行”等。1998年，我离开了上海证券报社，克成则主动要求到该报湖北记者站工作，更为密切地了解当地上市公司的具体运作。后来，他又回到上海本部工作，后担任上市公司部主任。最近，他也辞职了，在家读书写书。

这说明他财务独立了，好得很。我觉得克成虽然比我年轻，但早明白了金钱的意义，它能让人独立，有尊严。

这次，克成把自己的一本介绍中国股票常识的小书拿给我看，希望我写个序。我很好奇他会怎么写，所以收到后就急急忙忙地读了起来。很奇怪，克成的写作对象是新股民，**但我竟然把文稿仔仔细细地读了一遍（除了几篇介绍技术分析的）。我觉得他写得真好，雅俗共赏。**

记得当年第一次与这批复旦大学的新生谈话，我就跟他们说：“干我们这行，最不能容忍的是‘以其昏昏，使人昭昭’，自己明明对投资专业常识不懂，却利用报纸的影响力，装模作样地教训投资者。”

十年过去了，克成做得不错。

2006年以来的中国大牛市，催生了一大批新股民。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002年出来办了份《Value》杂志，也有自己的博客和网站，经常要面对新股民的提问，我尽一切可能地给予解答，可感觉股民需要更多的是基本常识，这类书，外国出得不少，但以中国股市为基础，又写得深入浅出的书极少，而克成的这本小书是及时雨。

克成说这本书的第一读者是他母亲，也是位新股民，很有创意啊。

总之，本书是作者的经验之谈，有许多市场的小智慧与小技巧，很实用，却不庸俗。希望克成能再多写写这类入门书，让更多的人能够通过投资获得独立和尊严。

张志雄

《Value》主编

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序三 | FOREWORD III

每一个行当，经过发展，都会形成一套高度专业化的术语与概念，其原因当然不是自我神秘化，而是规范化与科学化的必然。在外人看，这些术语与概念可能不知所云，所谓隔行如隔山，大概首先就隔在这些术语上。证券投资这个行当也一样，有很多属于它自身的相当专业化的术语与概念，一般人看了，肯定费解。

前些日子，上网查资料，发现内地股票开户数过亿，对此我感触颇深。与其他行业一样，证券投资是一个需要具备大量知识，需要投入大量时间精力的，典型的高度专业化的行当。这么多人在工作之余开辟第二职业——炒股，是不是合适呢?

就比如打乒乓球，作为业余爱好，随便玩玩，强身健体，当然不错，但若想以打乒乓球来赚钱，肯定需要日复一日、年复一年的艰苦训练，成为真正的专业选手后，才有可能。

国内这么多股民，若是抱着“小赌怡情”偶试身手的想法涉足股市，并无不可，但若想以此发家致富，就得付出艰苦努力。否则，你一上场，就得面对很多以此为业的“专业选手”，和这些人相比，普通投资者，无论是投入的时间、精力，占有的资料，应用的技术手段，都有很大差距。

在美国，更多的投资者是加入各种类型的投资基金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委托专家理财。当然，专家理财，水平也是高低不齐，跑不过大盘的投资基金比比皆是，但即使如此，对不少人来说，选择基金也会比自己入场要好一些。

我这样讲，并非打击投资者的积极性。证券投资虽然很专业，但也绝非拒人于千里之外，因为事实告诉我们，一些非专业的投资者也同样可以取得不错的业绩，因为虽然与证券相关的专业知识越来越多，但这些知识也只是工具性质，并不构成成功投资的必然。从本质上讲，证券投资的两大流派中，技术派是基于对人性心理的深刻把握，而关注基本面的流派，则是发端于对一家企业、一个组织乃至一个国家兴衰成败规律的领悟。

这两个领域发展至今，都没有什么放之四海皆真理的定论，仍然是很多人孜孜以求穷其一生所要探求的对象。也就是说，在证券投资领域，没有什么固定的理论、方法可以保证你的投资回报长期保持在一个高水平。对这两个问题的理解与领会，很多时候是仁者见仁，智者见智。

当然，业余投资者的投资业绩若要超过专业投资者，除对其领悟能力以及触类旁通的水平有较高的要求外，另一个不可或缺的因素就是，虽为业余，但其在证券投资上舍得花大量的、非常人所能比的时间与精力。

因此，如果读者真的有心致力于证券投资，舍得下工夫，就得先从基本功开始练起，从对基础概念的理解与掌握入手。非如此，很难有所长进。而作者的这本书，在我看来，就是一本相当难得的帮助投资者打牢基本功的好书。

其实，无论是国内还是国外，证券类书籍都已经汗牛充栋，就我所知，可供普通投资者阅读的，大致分为两种，一种是所谓秘籍，其内容大都是一招鲜吃遍天的方法，这种书，投资者还是少读为好；另一种是所谓谈买卖股票理念的书，这种书，虽然读起来易懂，但真正领会其精髓，则是难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上加难，且不论其思想水平良莠不齐，即使是投资大师的作品，普通投资者就算能照猫画虎学上几招，也很可能只是东施效颦。

对初入此道的投资者来说，真正需要的，恰恰首先不是这两种书，而是能够真正帮助你梳理基本概念、打好基本功的书籍。但可惜这样的书籍少而又少。其原因，一来可能是一些专业人士无暇顾及于此，二来是把复杂的事情说简单殊为不易。很多时候，一本好的教材，比一篇好的专业论文更为难得。

作者曾在《上海证券报》工作十年，身跨证券与传媒两个行业，其特殊的经历，使其为文得以兼顾专业与通俗。通读此书，很多时候为其深入浅出的功力、化繁为简的表述所折服。

我衷心希望，作者能够再接再厉，在解读这二十几个关键词之后，继续这种为人登堂入室指点引路的工作，这是为有志于此的普通投资者办的一件好事。

李鲁宁博士

美国常青投资公司（Evergreen Investments）

衍生金融投资部主任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PREFACE | 第2版前言

学习与反思

新事物纷涌，总是催人学习，否则一转眼，你就会被时代抛在后面，这一点，在当下的中国尤甚；新事物呈现，也总迫人反思，否则一转念，你的老经验，就成了前进的掣肘，这一点，在当下的中国尤甚。

2008年，对每一位投资者来说，都是不平凡的一年。百年难遇的经济危机发生了，百年难遇的股灾也出现了……信息高度浓缩，需要我们赶紧学习，需要我们深刻反思。而本书的内容，也正是我学习与反思的部分结果。

修订本书之时，翻看第1版，一些段落已卒不忍读，虽然书中不乏精彩之处，但不论行文的逻辑推演，还是支撑论点的例证，一些地方已经禁不起实践的检验与事实的对照。更何况，一批新政策、新规定的出台，也已经使文中的部分论据失效。

因此，本书再版的改动相当大，不仅新增了14个章节，删除了9个章节，原有大多数章节也几乎重新写过。在此，我不仅要感谢读者的宽容，也要感谢出版社的理解与鼓励。

可以预期的是，随着时间跑步向前，第2版的内容早晚也会呈现出各种缺憾以及与现实的脱节。这一方面是本书力求贴近时代的必然代价，也是个人能力所限。如果有机会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望还能够将未来的种种变化、自己的所思所感，落实在笔端，呈献于读者面前。

当然，本书不变的，还是对通俗化讲述专业化知识的追求。这不仅有利于读者，事实上，通俗化的过程，也是自己对疑点不断追问、求解与消化的过程。

最后需要说明的是，本书少部分内容与本人另两本著作《明明白白看年报》、《股市信息藏宝图》相重合。这倒并非图省事求方便的缘故，只是为保证各自体系完整性的结果。在此，要对三本书都买了的读者，多说两声谢谢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PREFACE | 第1版前言

很多投资者在浏览证券报刊、查阅公司公告、翻看研究报告时，会觉得不少内容晦涩难懂。其原因有二：一是专业术语多，二是文中潜含着一些经济学、财务、证券以及公司管理方面的常识，不为普通投资者所了解。

因为这些障碍，不少投资者乐于接受更直接的信息——荐股，或者将兴趣转向进入门槛较低的技术派。

造成这一状况的原因还在于，能为普通投资者深入浅出讲述与证券投资相关的基本概念、基础知识的文章与书籍少而又少。坊间的一些入门读物，或是局限在股票买卖操作手册的范畴，或是东拼西凑摘抄一些名词解释、知识问答，其内容虽说不上错，却往往是专业术语之间的相互引证与解释，看了令人更加糊涂。

因此，写作本书的目的，就是在专业化的证券知识与通俗化表述方式方面做一点尝试，希望能够为普通投资者提供一本既能看得懂又能用得上的证券投资基础读物。

为了方便投资者阅读，本书的写作是以关键词为切入口，从一些术语的解读开始，讲解一些证券基础概念的来龙去脉，介绍一些与证券投资直接有关的经济、财务等领域的常识，并阐述这些知识在实际操作中如何应用。

当然，与证券投资有关的术语有很多，一本书难以概全，于是，我从中先选出二十几个比较切合操作实际，但普通投资者难以理解把握的关键词，逐一解读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全书共分为六篇，分别为金融创新篇、交易篇、宏观环境篇、行业篇、上市公司篇以及财务篇。各篇中，对不同关键词的解读独立成章。在每章末尾，又根据关键词的不同，配以选摘于财经报刊、研究报告、股评中的文章，并对这些文章进行简要点评。其目的，是希望投资者加深对关键词的理解。

当然，解读这些关键词，所需知识庞杂，本人置身证券行业十年，虽在各领域有所涉猎，但终究疏浅，文中纰漏之处，望读者指正为盼。

袁克成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融创新篇

■创业板

■融资融券

■股指期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章
富贵险中求
创业板

创业板的准备工作从1999年算起，至今已近10年。姗姗来迟的创业板到底是“何方神圣”，对于普通投资者来说，创业板又意味着什么呢？

富贵险中求

了解创业板，先要熟悉一个名词：多层次资本市场。这个术语其实很简单，就是将资本市场依据风险的不同，细化成几个层次（见图1-1）。

多层次资本市场

主板（沪深A股、B股）

中小板

创业板

股份报价转让系统

各地产权交易所

图1-1 多层次资本市场

基于风险差异区别各类金融产品，在生活中很常见。比如说，银行储蓄风险最小，风险稍大一些的是债券，再有就是资本市场中的股票，风险最高的当然是彩票了。

在这些大类中，基于风险不同，还可以继续细分。如债券中，国债风险最低，企业债的风险就要高一些；彩票中，双色球比36选7中大奖的几率更高一些。而资本市场中，很长时间以来品种单一，只有沪深证券市场中的A股与B股。为了满足不同风险偏好的投资者，所以需要建立多层次资本市场，引进一些风险更高，同时潜在收益也更高的投资品种。

多层次资本市场的逐步创建也已经有几年了，目前初具格局。其中风险最小的，当然是主板市场，这也是目前证券投资者涉足最多的市场。之所以讲风险最小，是因为主板市场对公司上市的要求最高，所谓要求，主要包括业绩条件与规模等因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来是中小板。中小板是一个相当中国化的产物，在国外找不到相对应的独立的投资品种。因为从各项要求上讲，中小板与主板完全一致，之所以单列为中小板，似乎是为推出创业板“热身”。中小板与主板的最大区别主要在于在中小板上市的公司，规模和股本较小。而规模小的公司，从概率上讲，其经营风险较之大公司要更大一些。

然后就是本章所要讲的创业板。创业板最大的特点是其上市条件与主板相比要低（见图1-2），仅从上市条件就不难看出，创业板公司起点低。

创业板与主板、中小板上市条件的区别(参考意见稿)		
板块	总股本	发行人关键门槛
创业板	IPO后总股本不得少于3000万元	- 发行人应当主要经营一种业务 - 最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润不少于500万元，最近一年营业收入不少于5000万元，最近两年营业收入增长率均不低于30% - 发行前净资产不少于2000万元 (无“无形资产占净资产的比例”的有关规定)
主板、中小板	发行前股本总额不少于人民币3000万元；发行后股本总额不少于人民币5000万元	- 最近3个会计年度净利润均为正且累计超过人民币3000万元 - 最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元 - 最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20% - 最近一期末不存在未弥补亏损

图1-2　创业板与主板、中小板的对照

股份报价转让系统与产权交易所，一般投资者涉猎很少，在此也就不展开了。

高成长的魅力

既然创业板的投资风险比主板要高，那么创业板的魅力何在呢？简单而言，风险与收益成正比。创业板公司在具备较高风险的同时，其成长性也很可能相当可观，从而给投资者带来的收益也会更加可观。

而与主板上市公司相比，创业板公司之所以具备高成长的巨大潜力，最主要的原因，就是由于其规模小、起点低。

事实上，绝大多数事物的成长过程中，成长速度都不是均匀的，起点低、规模小时，成长速度快；而起点高、规模大时，成长速度则慢。

就以人类的生长为例，按照世界卫生组织的统计，一个男童从出生到5岁时，其体重的增长速度，随着体重的不断增加，呈逐年下降趋势（见表1-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表1-1 年龄与体重

	出生	1岁	2岁	3岁	4岁	5岁
体重（公斤）	3.4	9.6	12.1	14.3	16.3	18.3
同比增幅		282.4%	26%	18.2%	14%	12.3%

再来看上市公司，如果设定这样的选股标准：

第一，2005年、2006年、2007年，公司主营业务收入同比增幅每年都超过40%。

第二，同期，净利润的同比增幅每年都超过40%。

那么，A股公司中，同时满足上述两项条件的只有10家（见表1-2）。

表1-2 成长性较高的A股公司

股票代码	股票简称
002003	伟星股份
002024	苏宁电器
002028	思源电气
002097	山河智能
002123	荣信股份
002202	金风科技
002220	天宝股份
600048	保利地产
600582	天地科技
600875	东方电气

观察这10家公司的构成，投资者很容易发现，入围的10家公司中，有7家是中小板公司——在1600家A股上市公司中（截至2008年9月），中小板公司只有272家。

中小板公司所占比例如此之高，高成长的概率较之主板公司明显要大，这当然不是偶然的，最根本的原因就是中小板公司主营业务收入的规模小，净利润绝对值的起点低。

百度与谷歌

有投资者可能认为，上述数据中，各公司所处行业迥异，不具备很强的可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比性与说服力，那么我们不妨看看同处一个细分市场的两家互联网公司。

2005年8月百度在纳斯达克上市（NASDAQ:BIDU），这家中国的搜索引擎公司，在当时只是一家年收入1亿元，净利润1200万元人民币的小公司。但这家公司在上市后的三年间，实现了惊人的高速成长（见表1-3）。

表1-3 百度的发展

年度	2004	2005	2006	2007
净利润（人民币）	1200万元	4760万元	3.02亿元	6.29亿元
同比增幅（%）		297	534	108

作为百度同行的谷歌（NASDAQ:GOOG），比百度早一年上市——2004年8月，上市之时，谷歌的年度净利润就已经达到1.06亿美元（按当时汇率，约合8.8亿人民币），这样的净利润值，至少已经是一家中型企业的规模了。

对比两家公司2005年、2006年、2007年的数据，不难发现，虽然谷歌的发展速度也相当优异（见表1-4），其增长的绝对值更是远远超过百度，但单就业绩增速而言，与百度相比，还是存在明显差距。

表1-4 谷歌的发展

年度	2003	2004	2005	2006	2007
净利润（亿美元）	1.06	3.99	14.65	30.77	42.04
同比增幅（%）		276	267	110	37

百度的业绩增幅之所以能够超过谷歌，其根本原因正是由于起点的不同。两者起点的巨大差异——2004年谷歌的净利润是百度的70倍，使百度具备了更为广阔的业绩拓展空间，以及更为迅速发展的可能性。

刘翔的0.01秒

那么，大公司高成长的概率为什么低呢？或者说，百尺竿头更进一步，为什么殊为不易呢？

就以我们熟知的跨栏选手刘翔为例，1999年，他的110米栏最好成绩是14秒19；2000年的最好成绩是13秒87；到了2002年，最好成绩是13秒12；2004

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，我们很熟悉，最好成绩是12秒91；2006年破世界纪录，成绩是12秒88。

大家看一看，刘翔的成绩提升速度越来越慢。这当然不是说刘翔训练水平降低，放松了对自己的要求，而是因为随着成绩的不断提高，进而达到世界顶尖水平时，再想提升0.01秒，都要不断挑战自己的身体极限，都要付出比以前更加艰苦的努力。

上市公司的经营也是一样。规模小、利润少时，可能只要多卖出一些产品，多一点使用财务杠杆——提高负债率，业绩就会有明显提升，而一旦规模扩大，利润增加，再想大幅度提升业绩，则相当困难。这是因为，当企业达到一定规模之时，支撑其业绩高速增长的条件已不是多卖些产品那么简单了，还需要公司经营者的能力得到相应提升，管理模式及时改变，新产品研发及市场开拓卓有成效，乃至要求利用资本运作进行成功的并购，等等。

可以说，每一家公司或迟或早，都会遇到自身的发展瓶颈，都会受制于产品或服务的市场容量、公司的管理能力等一系列因素，公司不可能无限制地高速成长。

还以刚才提及的谷歌为例，这家公司2007年业绩增幅就明显下滑，其原因就在于：美国在线广告市场增幅有限，微软、雅虎又都加大了在搜索引擎市场的竞争力度；在海外市场的拓展中，谷歌也遭遇了以百度为代表的各国本土公司的强有力竞争；此外，谷歌虽然投入巨资开发了一系列新产品，如google earth、Gmail，等等。但除了搜索广告，谷歌暂时还没有找到新的广阔的盈利空间。凡此种种，都在制约着谷歌保持高速成长的可能性。

高成长提升市盈率

公司业绩的高速成长，为投资者带来的直接好处就是股价同比上涨。我们假设一家创业板公司年均业绩增长50%，在市盈率为20且不变的情况下，五年后，股价将会增长760%（见表1-5）。

表1-5 股价的增长

股价（元）	20	30	45	67.5	101.2	151.8
市盈率	20	20	20	20	20	20
每股收益（元）	1	1.5	2.25	3.375	5.06	7.59
每股收益同比增幅	—	50%	50%	50%	50%	50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但有经验的投资者都会知道，如果一家上市公司能够在相当长的时间内保持高速成长，那么在成长期，其市盈率往往也会大幅提升。这样一来，在业绩与市盈率双重因素的提振下，股价表现会更加优异（见表1-6）。

表1-6 市盈率对股价的影响

股价（元）	20	37.5	67.5	118.1	202.4	303.6
市盈率	20	25	30	35	40	40
每股收益（元）	1	1.5	2.25	3.375	5.06	7.59
每股收益同比增幅	—	50%	50%	50%	50%	50%

经营风险

既然与大公司相比，小公司具备更为明显的高成长潜力，那么是不是说，创业板公司一定比主板公司更具投资价值，投资创业板企业，其回报也肯定更加丰厚呢？

当然不是。首先，小公司固然具备了高成长优势，但同时，也有其天然的缺陷。比如与大公司相比，小公司在面对技术、市场、财务等风险的冲击时，“抗击打能力”更弱，业绩的不确定性更大，更容易出现逆转一蹶不振甚至夭折。

从海外创业板市场的经验看，很多公司的兴起是依赖于某一项专利技术所衍生的产品。当产品被市场接纳，处于成长期时，公司欣欣向荣。但问题在于，这样的小公司，根本没有实力投入大量资本，进行更多的技术研发与技术储备，一旦技术更新换代，有更好更廉价的替代品出现，原有产品的市场便会迅速萎缩。

再比如，当经济危机来临，银行惜贷之际，受冲击最大的，往往是那些小型公司。因为从银行的角度讲，与大企业相比，向中小企业贷款的风险更高。很多中小企业的失败原因，并不是技术与市场本身，而是得不到银行持续、稳定的贷款支持。

因此，在创业板公司的群体中，我们即会看到更多持续高速增长的精彩，也会目睹创业未半中道崩殂的无奈。所以，对投资者而言，在享受小公司高速成长利好的同时，也要相应承担更大的投资风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易量风险

一个成功的证券市场，除了要求上市公司业绩优良外，充沛的交易量也是必不可少的。只有一大批投资者参与其中，具备了相当的交易量，市场的流通性才能得到保证，价值发现的功能才可能发挥。

但问题在于，作为资本市场主力的机构投资者，对于类似创业板这样的证券市场，往往会另眼相看。高风险的顾虑，使这些机构投资者只会从总的资金盘子中拿出一小块，投入创业板市场。事实上，很多国外的养老基金、保险基金，与创业板市场“绝缘”，一分钱也不会投入。

成交量的清淡，会形成恶性循环。由于市场中资金量少，上市公司股价往往偏低（表现为市盈率低），偏低的股价，使市场对于优秀公司的吸引力降低，因为在优秀公司看来，同样公开发行1000万股，在创业板市场可能只会融资5000万元，在主板市场可能会融资1个亿。由于优秀公司不愿意侧身创业板市场，则抽空了这个市场赖以发展的基石，投资者光顾这一市场的愿意会更低。

因此，在创业板市场中，投资者要承担的，不仅是上市公司自身的风险，更要承担创业板市场本身失败的风险。从海外市场的经验看，一些创业板公司的业绩、成长性尚属可观，但其成交量与股价就是持续低迷。这种现象，不是上市公司的失败，而是市场本身的失败。

抛售风险

与大多数主板市场的上市公司不同，创业板公司的股东中，会充斥着大量“风投”。所谓风投，是指风险投资机构，这些机构在一些公司的草创期、开拓期，就购买其股份，当然价格都会很便宜（很多与每股净资产相当），如果这些公司中的某几家能够公开上市，风投就会在上市后，抛售其股票，从而实现盈利。

对风投而言，抛售这些公司的股票是坚决的，不存在长期投资的行为，因为这几乎是风投实现盈利的唯一渠道，也是风投实现自身资金循环的途径（抛售所赚的钱，还会继续购买其他未上市公司的股份）。

因此，创业板公司上市后，可能面临较大的抛售压力。这种抛压，非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似于目前的大小非。如果这个时候，市场中没有相应的资金接盘，股价则很可能大跌。

前车之鉴

从上面的介绍中，大家可以看出，创业板市场不仅有高成长的前景，更有高风险的隐患。目前全球有超过40家创业板，但真正成功运作的市场并不多，只有美国纳斯达克、英国AIM等少数市场，大部分市场都处于持续低迷、一蹶不振的状态之中。

以香港创业板为例，2000年推出伊始，各方瞩目，市场表现也不错，但很快，由于公司素质较差、成交量低迷等原因，指数便快速下探，一年多的时间，指数下跌了近90%。2002年底，指数重新编制后，到2009年2月，由开始的1000点，又跌至340左右（见图1-3）。



图1-3 香港创业板指数2002年12月至2009年2月走势图

正是考虑到创业板市场的风险，我国创业板市场的推出一再延后，而目前正式确定的市场准入条件，对上市公司的业绩要求，较之海外各创业板，都更为严格。但即使如此，投资者的风险意识仍然不能懈怠。对于投资者而言，创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业板推出后，基于自身风险承受能力的不同，在不同市场间（A股、中小板、创业板），进行更加合理的资金配置，是比较理性的思路。

上海证券报 2008年3月26日

创业板为风险投资带来历史性机遇

□作者 姜淑霞

中国证监会日前正式就《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》向社会公开征求意见，筹划了近十年之久的创业板呼之欲出。创业板推出，将为我国风险投资业带来一次历史性发展机遇。

风险投资是一种由职业金融家向新创的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的高科技企业投入权益资本的行为。美国早在1946年，就诞生了世界上第一家风险投资公司，目前，风险投资公司已经有4000多家，投资额达到600多亿美元。风险投资促进了美国高科技企业的崛起。美国政府的科技顾问基沃斯博士说过："至少有50%从事高新技术的中小企业在其发展过程中得到了风险投资的帮助。"美国硅谷是高科技企业的聚集地，同时也是风险投资企业大展身手的乐园。风险投资在美国硅谷创造了很多的神话，把一个又一个软件企业从小到大地"孵化"出来，微软公司、苹果电脑公司、SUN微系统公司、LOTUS等，都曾从风险投资公司中深深受益。

美国风险投资发展最快的时候，是在纳斯达克问世之后。尤其是在克林顿主政时代，在"新经济"政策引导下，纳斯达克市场飙升，纳斯达克指数在六年时间上涨了9倍多。纳斯达克不仅"孵化"出了一部分高科技企业，也成就了许多有远见、有魄力的风险投资商。

风险投资与高科技企业的崛起之间的紧密联系，使得我国创业板的推出，被赋予了更积极的意义。中国推出创业板对于风险投资企业的作用，犹如纳斯达克之于美国的风险投资商。

我国的风险投资业始于20世纪80年代，已有二十多年的历史，但创业板的缺位制约了风险投资的发展。风险投资公司少，实际项目投入更少，仅是科学技术成果转化所需资金的1%，难以满足科技成果转化的资金需要。而且，我国风险投资主要来源于政府财政拨款和银行科技开发贷款等（政府和银行资金大约占70%，而美国等发达国家为9%），没有充分挖掘个人、企业、金融和非金融机构等具有投资潜力的力量。

由于创业板没有建立，主板市场门槛高，风险投资公司所投资项目无法公开上市，产权转换难以进行，风险投资缺乏重要的退出渠道。而这一切，都将因创业板的问世迎刃而解。

风险投资和创业板是一对"孪生兄弟"，多层次资本市场的建立将为风险投资资本提供灵活而直接的退出通道，将促

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进风险投资事业的发展。风险投资事业的发展，又将不断孵化科技成果和前景良好的成长型创新企业，为创业板和资本市场培育优秀的上市资源，从而促进多层次资本市场扩大容量、优化结构、提高素质。这是一种相得益彰的关系。这种关系一旦确立，将产生积极的效果。

点评



最渴望推出创业板的群体，除了那些打算上市融资的公司外，就要属风险投资公司了。而风险投资的急切背后，则是巨大的利益，进而是巨大的潜在抛盘。因此，对普通投资者来说，参与这个市场，是要分享企业高成长的收益，不是为他人“抬轿子”，不是用自己的痛苦来堆积别人的幸福。所以，风险控制、安全第一应该是最基本的操作思路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章
输不起的是时间
融资融券

融资融券从字面上看不难理解。所谓融资就是指证券公司借给股民钱，让其买股票；所谓融券就是证券公司将股票借给股民，供其卖出。当然，无论钱与股票，都要在规定期限内归还。

“不道德”的盈利模式

与融资相比，融券理解起来稍困难一些。比如说，如果你认为一只股票将下跌，但你手上并没有该只股票，你可以从券商那里借来一些股票卖出，然后待该股票下跌后再买入，并将这些股票归还给券商。卖出与买入之间的差价，就是你所赚的钱。

没有融券之前，证券市场中盈利的模式只有一种——低买高卖，有了融券业务后，投资者的盈利模式又多了一种——高卖低买。

如果没有融券业务，股市处在一种“共盈共赔”的状态，也就是平常所称“单边市”。股价上升时，没有人会赔钱（有人会失去赚钱的机会，但不会赔钱），股价下跌时，没有人会赚钱（有人会将损失降低为零，但不会赚钱）。而有了融券业务之后，股价下跌时，投资者也能赚钱。这就如同将以前的单行道，改造成可以双向行驶的道路。

更关键的在于，融券者每赚一分钱，都意味着别人多亏一分钱，也就是说，高卖低买是一种零和交易，它只改变财富的分配方式，但不会增加财富的总额。这一点，与低买高卖不同，低买高卖不会损害其他人的利益，低买高卖者赚钱的同时，并不意味着其他人就赔钱。

因此，在允许融券的股市中，那些在市场下跌趋势中，大肆融券卖出的投资者，往往被舆论所围剿，认为他们的盈利模式不道德，认为这些人“落井

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下石”，在很多人财富大幅缩水的时候，还要进来分一杯羹。

健康的力量

将融券者视为“异端”，显然是错怪了他们。一方面，融券者如果看错了行情，股价上升了，他们也会赔钱。由于是零和交易，融券者赔钱的同时，肯定有人多赚了钱。

另一方面，在没有融券业务时，市场中会有看空者，但除了卖掉自己手上的股票，看空者所能做的，只能是空仓。而一旦有了融券，看空者就可以凭着卖掉借来的股票，成为真正意义上的空头。

这样一来，当股价暴涨时，由于融券者的存在，卖方力量增加了，这就可以在一定程度上避免过度暴涨。而当股市持续低迷、成交量极具萎缩时，由于融券卖出者必须要在6个月内，再买进股票还给借出者。因此，融券在一定程度上还会增加市场交易量、保持市场流通性。

蓝筹股用来融券

有投资者会想，从券商角度看，如果股民融资买股票（借钱），无论是赔是赚，券商都有的赚（手续费、融资利息），但融券则未必了，借出去的股票若真下跌，券商岂不是要亏钱了，亏钱的买卖会干吗？

的确，试想你是券商，会将什么样的股票拿出来供投资者融券呢？当然是那些业绩持续稳定，打算长期持有的股票。比如说，券商买进了某只股票，预期持有三年，这只股票在持有期间，处于资产闲置状态，在卖出之前，它没有任何作用。与其如此，借出去还能生息赚手续费，岂不是件好事？

因此，对大多数股票，券商不会提供融券服务，只有被长期看好的股票才会拿出来。**从某种意义上讲，融券业务是投资者与券商对赌，对同一只股票，券商是长期看好，而投资者可能短期看跌。**

当然，股指期货推出后，券商可以利用股指期货，锁定股票市场的风险，这样一来，就扩大了融券股票的范围与供应量（详细解释见本书第3章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诸多限制

除了融券范围被约束外，市场中对融券行为还有一些限制。

首先，融券者申报的卖出价，不得低于该证券的最近成交价。如该证券当天还没有被卖出，那么第二天开盘时申报的卖出价也不得低于前一天的收盘价。这样规定，是为了避免融券者恶意砸盘。

其次，券商会对单个投资者的融券规模做出限定，而交易所会对单只股票融券卖出量占交易量的比例做出限定，一旦超出比例，将不允许卖空，

再者，大盘快速下跌时，禁止卖空。禁止卖空，是很多国家在股市快速下跌时采取的临时措施。其范围，有时是部分股票，极端的时候会是绝大部分股票。其目的就是控制市场中抛盘量，而这样一来，就使得投资者失去了融券的最大盈利空间。

从国外证券市场的经验来看，绝大多数投资大师，都是从股票上涨中赚钱，真正能依靠卖空持续盈利的非常少。这当然与卖空盈利的上限有关（如果不考虑信用杠杆，融券的最大盈利空间就是100%，而看多的最大盈利空间则没有上限），但另一个重要原因，就是禁止卖空。

融资

融资并非新鲜事物，很多年以来，不少券商在私下里一直在为一些大户甚至中户提供资金，这已经是半公开的秘密，也是各券商之间竞争的一个重要手段。当然，这些操作都是私下的、不规范的，与即将推出的融资服务还有一定的区别。

从海外各证券市场的规律看，融资的规模都要超过融券的规模，对个人投资者来说，使用融资服务的频率，要大大超过使用融券服务的频率。

时间风险

无论融资还是融券，最大的风险，不是来自于对股价走势判断的失误，而是来自于还钱、还股票的时间限制。

比如说，如果你看涨某一只股票，然后从券商那里借了一笔钱，按规定6个月内归还（目前融资融券的归还期限就是6个月）。但这只股票在6个月内并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有上涨，而是在7个月后才开始上涨。但是按照规定，你必须在6个月过后还钱，那么这个时候，在不考虑追加保证金的前提下，你也只能割肉离场了。相反，如果你买股票的钱不是借来的，没有归还期限的要求，股票即使暂时下跌，你尽可以选择等待，等到股价回升。

事实上，由于融资融券所带来的归还时间的限制，使参与其中的投资者，都在很大程度上成为了技术派。因为，即使你的基本面分析能力再强，也不能保证市场在6个月内，肯定会按照你所预期的趋势演进。

心理风险

大多数投资者都没有借钱炒股的经验，而借钱（融券相当于借钱）炒股，对投资者心理素质的考验，是用自己的钱炒股所不能比拟的。

资金放大的背后，就是心理缺陷的放大，归还时限的约束，对股票走势预测水平提出了更高的要求。如果你之前就有患得患失、愿赌不服输，等等“痼疾”，那么融资融券后，操作中的心态失衡很可能会更严重，进而导致“技术动作严重变形”。

这就对投资者风险控制、资金安排、技术分析、心理建设等方面，提出了更高的要求，投资者对此要有充分的思想准备。

渤海证券　　2008年10月8日研究报告

解除卖空限制后我国股票市场投资问题思考

□作者 房振明 徐莉莉

在融资融券的买空卖空时代，全部股票被分为了两个阵营，允许卖空的股票和不允许卖空的股票，这两种股票依然受到自身基本面信息和宏观经济信息的共同影响，但是由于看空和看多投资者的博弈目的、方式和激烈程度截然不同，这两种股票的投资策略也存在了显著的差异。

第一，对于允许卖空的股票，交易策略将必须进行较大调整。允许卖空的股票，日内和日间波动性都将加大，也即股票的风险加大，散户和不具有很强研究能力的投资者不适宜对其采取短期交易策略。在股票进入融券标的榜单生效开始，根据海外的经验，股票的价格将出现短期的下降，能否逐步恢复则取决于基本面信息和宏观信息的均衡状态。在进入榜单的短期时间内，是做空股票的良好时机，若

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望长期持有，该阶段也是降低买入成本的良好时机。正常交易时期，多、空双方对决定股票价格的信息挖掘更加深刻和充分，利空信息将发挥能获得收益的威力。经过了股票进入卖空榜单的初期阶段，欲参与卖空股票投资的投资者必须以对个股的充分研究为基础，同时增加对交易双方博弈力量的评估，建立头寸。

第二，当股票被剔除融券榜单时，对该个股而言短期内是一个利好消息。香港市场个股被剔除榜单后10日内的累计超额收益平均达到了5%以上。此利好消息是针对所有类型投资者的短期投资机会。

第三，对于不允许卖空的股票，其交易策略并无变化。散户和不具有信息优势的交易者更适合参与此类股票，以免与信息优势交易者（券商、各种金融机构）进行不公平博弈。

第四，对于具有融资融券资格并同时开始试点的股票，这类股票的投资取决于两个方面：其一，投资双方的博弈力量，其二，投资者对个股信息挖掘的准确性。通常情况下，融资程序简单，对投资者的研究实力要求有限，所需信用额度较小，普通散户即可参与，而机构即使需要融资也会因为融资业务所需成本高于其通过其他渠道的融资成本，因而不会在券商处融资。这种由中等以上散户构成的融资群体对个股的影响更多体现在羊群行为。融券业务实际上相当于与借券券商的对赌，借券者需要比券商更强的研究实力和信息收集能力，因此在资金、信用额度和研究能力等方面所需门槛较高，普通散户很难参与。

第五，对于只有融资而没有融券资格的股票，融资业务绝对是一项利好。

点评



对侧重于短线技术派的投资者来说，融资融券不仅仅是新的投资工具，它也在改变着以往的投资策略。因此，有必要对融资融券条件下，新的操作手法、交易策略、股票短期波动规律进行深入研究与学习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

A股市场的成人礼

股指期货

创业板、融资融券以及股指期货，是近年来被热议的与证券市场相关的三大金融创新。三大金融创新中，与普通投资者最具贴近性的是创业板，其次是融资融券，股指期货则与普通投资者距离最远。大多数人的投资生涯中，很可能都会与股指期货无缘。

但这个与多数投资者绝缘的金融产品，会在很大程度上影响A股市场，加速A股市场的成熟，从而间接作用于每一个股票投资者。

上证指数太“活泼”

先看两张图（图3-1、3-2），它们分别是上证指数与标准普尔500指数最近13年的走势图。上证指数可以视为中国证券市场的代表，标准普尔500指数则代表了美国证券市场。

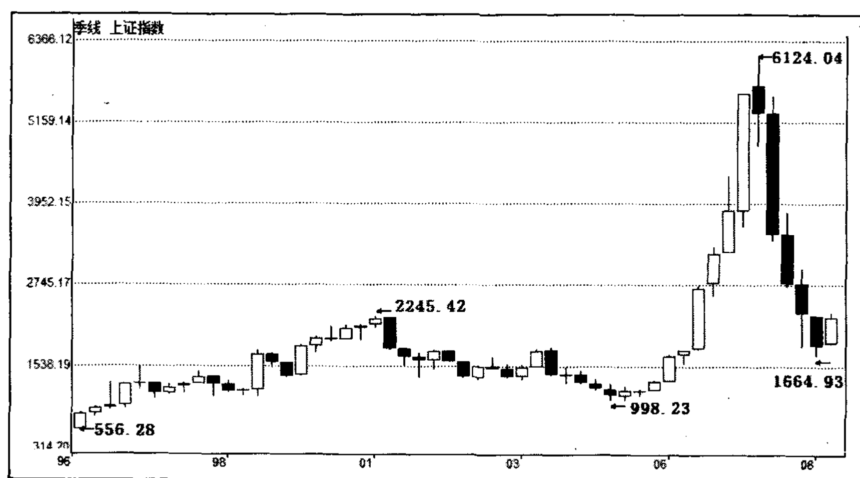


图3-1 上证指数走势图（1996年6月至2009年2月 · 季线）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

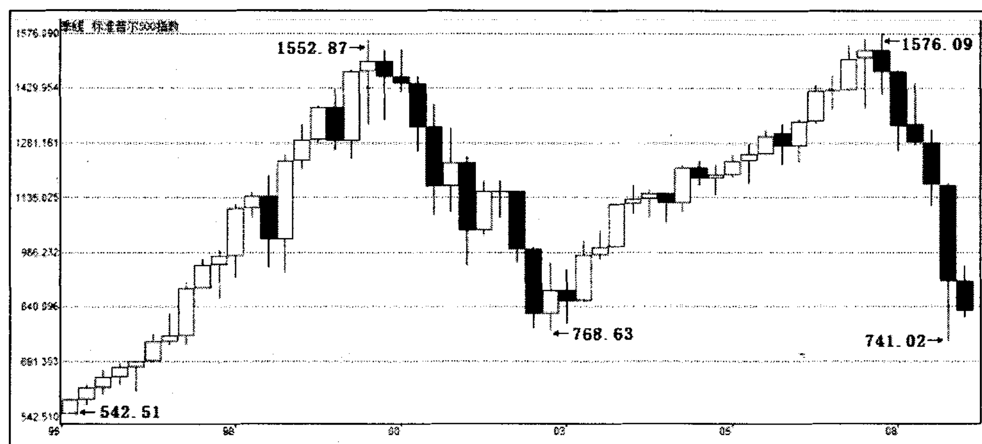


图3-2 标准普尔500指数走势图（1995年9月至2009年2月·季线）

从两张走势图的对比，可以很容易看出，虽然指数初始点位都在550点左右，但上证指数的波动性远远超过标准普尔500指数（注意看具体点位）。其上蹿下跳的“活泼”程度，更像是一个尚未成熟的孩子。那么其原因何在呢？

原因当然有很多，但其中最重要的原因之一，就是国内投资品种里缺乏与股市相对应的股指期货产品。

预订机票就是期货

股指期货真的能遏制股市的“孩子气”吗？分析这一问题前，有必要先了解一下什么是期货。

期货是相对于现货而言的。买卖前没有事先约定价钱，而是现场议价，然后一手交钱一手交货，就是现货交易。现货交易在生活中最常见，去超市买东西、菜场买菜、商场买衣服，都是现货交易。

与现货不同，期货是指：**买卖双方约定，在未来某一时间，以事先约定的价格交割（收付）货物**。更简单地讲，只要谈定价格的时间早于收付货物的时间，都可以视为期货。

其实生活中，也处处充满了“期货”，我们日常购买的多数大件商品，都是以期货形式进行的。比如买家具，谈好了价钱，交了订金，一个月之后才收货；比如买彩电，交了钱之后，两天之后收货。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之所以我们平常感觉不到自己是在做期货交易，主要是因为这些商品的价格，在谈定价钱至交货期间变化很小。而一旦价格波动很大，期货的“味道”就相当浓烈了。

比如，你打算国庆长假期间去云南旅游，因为担心到时候机票价格上涨，于是提前两个月就以七折价预订了机票；再比如，你本打算一年后结婚时买房，但看到房价一直上涨，担心一年后再买，房价更高了，于是就交钱预定了一套一年后交付的商品房。

上述两个例子，其实就是典型的期货交易，并触及到了期货交易的本源，也就是说，买卖双方出于锁定成本或收入的需要（买方锁定成本，卖方锁定收入），在货物正式交付前，事先约定价格。

比较正式的期货贸易，生成于农产品市场。由于气候的原因，农产品产量丰年、欠年差别很大，价格波动剧烈，导致了农场主与大批发商无法正常安排生产、生活。于是双方想到一个办法，提前一年或者半年，把价格先谈妥。这样一来，就可以规避价格波动的风险了。

这之后，期货贸易所涉及的领域逐渐扩展，并慢慢正规化，进而有了统一版本的格式化合同、有了统一的货物质量标准、有了正式的交易场所，于是就形成了期货交易所。

当然，有了期货交易所之后，来交易的人，绝大多数已经不是当初的生产商与大用户了，而是一些投机者。比如说，A农场主种棉花，他希望一年后，将5吨棉花，以10 000元/吨的价格卖出去。B同意了这个条件，于是和A签订了期货合同，B其实并非棉花用户，他只是预期棉花的价格还会涨，打算一转手，再把棉花以11 000元/吨的价钱卖出去，C恰好接受了这个价格，于是B又与C订了一个买卖合同，但C其实也不是棉花用户，他与B一样，同样是因为看涨棉花价格才买的……凡此种种，由于“倒买倒卖者”的参与，期货市场最终演变成了与证券市场一样的投机场所。与证券市场中的绝大多数投资者并不想真正成为上市公司的股东一样，期货市场中的绝大多数投资者也不是期货标的物的生产者与用户，他们来这里的目的，是希望在价格波动中获得收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货才有真卖空

期货与投资者熟悉的股票市场存在很多区别。股票交易是典型的现货市场，这个市场中，一手交钱一手交货，买进股票后，股票也就过户到了你的名下，在卖出之前，你就是某家上市公司真正的股东。而期货市场买卖的，是一份合约。比如现在是3月份，你买进1张（等于1000桶）6月份到期的石油期货合约，并不意味着，你已经拥有了1000桶真正的石油，你拥有的是6月份得到1000桶石油的权利。

由于不是现货交易，期货市场也就出现了真正的卖空行为——你可以卖出自己没有的商品（因为在期货最终交割前，没有人会要求你交货）。比如你可以在棉花期货市场，以10 000元/吨的价格，卖出5吨棉花。但你不是棉农，你手上也没有棉花，你也根本没打算真的去搞到棉花。但为了避免到了交割日（交货期）真的要交货，你必须在交割期前，在期货市场中，再买进5吨棉花，这样你就平仓了（期货市场中，买方合约与卖方合约对冲被称为平仓）。

股票市场中，由于是现货交易，则不可能出现真的卖空行为。即使是融券业务，你卖出的是借来的股票，但你也要保证买方买到的是真正存在的股票，你不可能卖出根本不存在的股票。

高杠杆与高风险

与股票市场中，一只股票一天涨跌幅动辄10%（在没有涨跌幅限制的股票市场中，波动还要大）不同，期货市场的商品价格波动较小，一般每天不会超过3%。

但就是这个价格波动并不大的市场，却蕴含着比股票市场更高的风险。其原因就在于，期货市场允许使用信用高杠杆。比如，投资者可以用10块钱的本金，买卖总价在100元的期货，这种以小搏大的游戏规则，在收益放大10倍的同时，风险也放大了10倍。也即，当期货价格上涨10%时，你的收益是100%，下跌10%时，你的损失也是100%。

更重要的在于，根据期货市场一般规则，当你的账面亏损达到你的保证金数额时，你必须追加保证金，否则会被强行平仓。因此，期货市场中，投资者不仅要承担价格趋势的风险，还要承担价格波动的风险。有的时候，即使看对了趋势，也可能由于短期的波动而被迫出局。而股票市场中，除了融资融券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外，不会涉及信用杠杆。

而且，在股票市场中，无论融资融券，你都要向券商支付利息，也就是说，你是真的在借钱或者借股票，而在期货市场中，投资者根本不用借钱（当然不用支付利息了），就能以小搏大了。

期货市场之所以允许高杠杆，主要是为了吸引更多的投资者参与，从而维系这个市场的交易量与流通性。因为，期货商品的价格本来波动就小，如果再不允许高杠杆，很可能成为一个缺乏刺激、死气沉沉、成交清淡的交易市场。

零和交易

所谓零和交易，就是说，在一个市场中，有人赚了5元钱，就必定有人亏了5元钱，这很像会计做账的原则：有借必有贷，借贷必相等。

期货市场从理论上讲，就是一个零和交易的市场（不考虑交易费用）。在这个市场中，有人欢笑就必定有人愁，有人（一个或者几个）赚了100万，就必然有人（一个或者几个）亏了100万。

这一点与股票市场又有很大的区别，股票市场中，是有福同享有难同当。股价上涨时，除了融券者，持股人的账面财富都增加；股价下跌时，除了少数融券者，持股人的账面财富都缩水。

期货与股票市场之所以出现这种区别，是因为现货与期货的区别。在期货市场中，由于是“期”，是一个未最终完成交易的状态，每一份期货合约的背后，都会有一个买进者与卖出者；但在股票市场中，每一只股票的背后却只有一个持股人，而不会多出一个卖出者。

有投资者会问，不对呀，股票交易也是有买有卖的。是的，股票的每一次交易必然会有买方与卖方，但证券市场中交易的股票是现货，股票买卖结束后，就只剩下那个买入者，这个买入者也就变成了持股人，卖出者已经跟这只股票没有任何关系了。而期货市场中，成交的是合约，而不是股票。合约在最终到期前，一直是个“约定”，而约定是双方的，必然存在一个承诺在约定时间以成交价买进期货商品的人，也必然存在一个承诺以成交价在约定时间卖出期货商品的人。因此，任何价格的波动，必然同时作用于合约背后的买卖双方，但“作用力”却是相反的，因此成为零和交易。但股票市场中，任何价格的波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动，都只影响到持股人，而不会影响到持币人（也就是当初卖股票的一方），因此，股票市场的持股人也就会“荣辱与共”了。

也正是由于股票市场与期货市场的这一区别，政府对待两个市场的态度也有很大不同。比如说，股票市场跌狠了，政府可能会考虑政策托市，因为托市的后果会惠及几乎所有股民。但期货市场中，政府一般不会介入，因为这个市场是你赚我的钱、我赚你的钱，大家自娱自乐。政府介入，其效果只是改变财富的分配方式，在惠及部分投资者的同时，还会殃及另外的投资者，而不会产生股票市场中的财富效应（每个持股人都会感觉自己账面财富增加了）。

时间约束

股票与期货的区别，还在于期货有时间约束，而股票则没有（融资融券除外）。

每个期货品种都存在交割期，比如说，现在是5月份，你买入一份6月份到期的石油合约，你不是在赌石油的价格会上涨，准确地说，你是在赌石油价格在一个月内就会上涨。

在第2章谈到融资融券时，我们也强调过时间约束的问题。融资融券的时间约束来自于还款还券的时间限定，期货的时间约束，来自于交割期的限定。虽然约束的来源不同，但投资者一定要注意，**任何一种投资方式，一旦有了时间约束，投资难度都会陡然加大。**

其实不仅是投资，任何一个目标，只要有了时间约束，随着时间条件的缩短，难度都会成倍提高。比如说，跑完100米的距离，可能全世界80%的人都能完成；但在13秒之内跑完100米，也许能完成的人只有1%了；如果要求10秒内搞定，那么能完成的人也就凤毛麟角了。

价格一致性

期货与现货虽然有很多差异之处，但有一点却是一致的，这就是：价格。价格的一致性，不仅表现在期货交割日的价格与现货价一致（期货到了交割日，其实也就变成现货），而且表现在期货价格在任何一个交易日的交易价格也与现货价格基本一致，同时两者的变动方向、变动幅度也会基本保持一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如说，现在是5月份，现货市场中的棉花是10 000元/吨，那么10月份到期的棉花期货价格现在也肯定在10 000元/吨左右，如果现货市场中的棉花涨到了11 000元/吨，期货价格也同样会涨至11 000元/吨左右。

否则，就会出现"捡钱包"的机会（也称无风险套利）。试想，如果在5月份时，10月份到期的棉花价格已经是15 000元/吨，那么就会吸引无数投资者，在现货市场中大量收购棉花，同时在期货市场中卖出棉花；如果10月份到期的棉花价格是5000元，那么无数手上有棉花的人，都会将现货抛售，而买进期货。

天上不会掉馅饼，期货与现货价格虽然不能做到完全一致，但始终相伴左右形影不离，无风险套利的机会很少，套利空间也很小。

期货虚拟化

期货的发展是期货标的物从实体商品不断扩大范围，然后慢慢非实体化，直至完全虚拟化的过程。

从理论上说，任何一种被买卖的商品，无论是棉花、石油，还是衣服、化妆品，只要其价格是变动的，交易的双方有锁定成本与锁定收入的需要，都可以建立相对应的期货市场。只不过大多数商品，由于价格变动不大，交易量不大，单个用户的用量很少，质量、规格标准很难统一，因此无法建立一个有足够参与者、足够交易量的市场。

在实体商品的基础上，期货标的物慢慢非实体化。比如说，银行间的货币拆借利率、各国货币间的汇率，都成为期货标的物。从理论上说，只要是由交易产生的不断变动的各种数据，而交易双方的成本与收入，又都与这种数据的变化息息相关，那么这些数据都可以成为期货标的物。股指期货就是其中一种。

进而言之，任何一种无法人为操纵的变动数据，理论上都可以作为期货标的物。比如说，可以将某地区每天的平均气温，作为一种期货标的物，也可将某城市每天大气中的二氧化碳含量指标作为标的物。只不过，这样的期货已经更像是赌博，在很大程度上失去了期货锁定成本、锁定收入，从而规避价格波动风险的初衷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想象一张纸

股指期货是指以股价指数为标的物的期货品种，交易双方约定在未来的某个特定日期，按照事先确定的股价指数的大小，进行标的指数的买卖。我国的股指期货是以沪深300指数作为标的物。我们可以将股票指数想象为一种实体商品，比如说就是一种价值昂贵的纸。假设现在是6月20日，沪深300指数这种纸的价格是2000元/张（对应现实中的点位2000点），而9月15日到期的沪深300股指的价格是2050元（也就是说，在6月20日，期货市场的交易双方认为沪深300指数到了9月15日将涨到2050点），那么A想在期货市场中，以2050元/张的价格卖出1张9月到期的股票指数，而B恰好想在2050元/张的价格买进1张指数，于是A与B就成交了。到了9月15日，A与B就可以收付这1张纸了。

现实中，当然是无纸可交了，那么交割什么呢？交割差价。也就是说，如果到了9月15日，沪深300指数涨到了2100点，那么A需要把50元钱交给B。如果大家还不明白其中的道理，仍然可以想象A与B在交割实物，如果真的交付那张纸，相对于当时的现货价2100元，那么A将亏损50元，B将盈利50元。

从上面的例子可以看出，除了最后交割时，收付方式的不同，股指期货与一般的商品期货在其他方面没有差异。

套期保值

与普通商品期货一样，建立股指期货的初衷也是为了锁定成本、锁定收入，从而规避价格变动的风险。

有投资者可能会问，股指只是个数据，不是真正的商品呀，除了期货市场，没有人真的去买卖股票指数，那么股指期货锁定的是什么样的成本与收入呢？的确，利用股指期货锁定的成本与收入，与股指本身无关，而与股票市场中的股票有关。

我们举一个利用股指期货，锁定收入的例子（也就是锁定你现有股票的市值），如果你持有300只股票，而这300只股票与沪深300指数的300种成分股是一致的，且每只股票在总盘子中的权重，也与沪深300指数各成分股的权重是一致的。这个时候，你所持股票总市值的涨跌幅应该与沪深300指数的涨跌幅完全一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设现在是5月份，沪深300指数处于2000点，这个时候，你对自己所持股票的市值比较满意（比如是100万元），但你预测大盘有下跌的可能，虽然你还没有足够的把握。你担心自己的总市值未来会缩水，你想锁定自己价值100万元的财富。这个时候，你有三种选择：一是以现价卖掉手上的股票；二是去沪深300指数期货市场中，卖出几张6月份到期的总价100万元的期指合约（这种方式又被称为套期保值）。如果这个时候，6月份到期的沪深300指数期货处于2050点，那么你需要卖出488张合约（100万÷2050）；三、不仅卖掉手上的股票，而且在期货市场中，卖空指数期货。

第一种选择，很麻烦，而且代价不小。卖掉300种股票，不仅要交手续费、印花税，而且一旦看错行情，想再买回来，还要再交税费。

第三种选择太冒险、太激进了，你不仅在股票市场冒着踏空行情的风险，而且在期货市场开始投机。一旦判断失误，行情上涨，不仅股票市场中赚的钱可能被期货市场亏的钱销蚀，还可能造成实质性亏损。

相比之下，第二种选择则简单多了，也更稳妥。现货市场中（也就是股票市场）的股票可以一动不动，只需在期指市场卖出488张合约就可以了。不仅省事操作便捷，而且交易成本很低（期货市场的手续费、印花税，比股票市场要低得多）。如果股市的确如你所预测的那样，几天后下跌了，那么你在股票市场中所损失的市值，恰好可以在期货市场得到完全补偿。

有投资者可能会问，如果股市中的沪深300指数下跌了10%，那么期货市场中的指数也正好会下跌10%吗。前文中，我们已经分析过了，期货与现货的价格及其变动方向与幅度是基本一致的。当然，做到分毫不差是不可能的，但基本能够做到不影响这种保值方式的有效性。

比如说，期货市场中的指数下跌了9%，你可能会损失1万元；若期货市场中的指数下跌了11%，你不仅确保了股票市值，而且还多赚了1万元。

如果股市中的指数下跌10%后，你认为已经到底了，应该回升了，这个时候，你在期货市场再买进488张合约就可以了。期货市场的一卖一买已经平仓了，你在股票市场的股票等于是“解锁”了，又开始享受股市上升的好处了。

当然，也有一种可能，是你看错了行情，股指不降反升，那么你锁定股票市值的行为，等于是失去了一次上涨的机会（踏空行情）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但凡事有利有弊，不可能即享受不贬值的保障，又要享受升值的好处。考虑到股市中安全第一的操作法则，股指期货这一套期保值的工具还是好处多多的。

一一对应很难

上文所举的例子中，其实有一个前提，在现实中是难以达到的，也就是你所持的股票恰好与指数成分股一一对应。不仅散户无法做到，就是大的机构投资者也很难做到。

每一个投资机构都有自己的选股思路、选股标准，所持有的股票不可能与成分股完全一致，那么如何让自己所持股票市值的变化幅度与沪深300指数的变动幅度保持大致相同呢？

一般来说，机构投资者会利用历史数据，来计算自己所持股票市值与沪深300指数变动幅度差别的一个值（被称为β值，具体是怎么算的，因为相对专业，就不讲了）。利用这个值，机构投资者就可以调节在期货市场的具体卖出量。从国外证券市场的历史经验来看，这个β值在指导套期保值时是行之有效的，也就是说，计算出的偏差率与最终操作中的偏差率相差并不大。

操纵的风险

有投资者看到这儿可能想，建立股指期货这么烦琐这么玄，还要算β值，为什么不针对每一只股票各搞一个期货品种呢？

从理论上讲，能这样当然最好。但问题在于，单只股票的规模太小了，规模稍微大一点的资金，就完全可以坐庄操纵了。这样一来，无论股价还是期货价，都会被庄家玩弄于股掌之间。

不要说单只股票了，就是整个证券市场，如果规模不大，同时有几个权重比很大的股票，其指数点位也容易被庄家操纵。从这个意义上讲，推出股指期货，一定需要股票市场具备相当的规模，这也是为什么A股市场在吸纳了一大批如中石油、工商银行、中国人寿这样的超级大盘股后，才考虑推出股指期货。

6000点不会出现

有了股指期货这一利器，机构投资者的操作思路就会发生很大变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如说，在2007年股市到了3000点的时候，虽然大盘仍处于上攻阶段，但一些基金感觉风险似乎越来越大了，如果当时有股指期货，这些基金就可以利用套期保值，先将现有的股票市值锁定，以免股市大跌时，跑都跑不了（股市大跌时，由于基金持股量大，很难快速将股票以现价抛出）。即使继续买股票，就算真跌了，损失也是很有限的（只是新买进的股票会出现缩水）。

假如此时一批基金都是这么想的，都想锁定股票市值，那么在股指期货的市场中，就会出现成交量突然大增的情况。

此时，股市中的投资者，无论散户还是机构，都会注意到股指期货中出现的变化。大家都会意识到，原来市场中对未来大盘的走势已经分歧严重，很多机构已经锁定市值了，说明这些机构看空大盘，不会再投入巨资买股票了。于是股票市场中，会有很多投资者开始观望、停止买进，甚至开始卖出。这样一来，股票市场中的指数，由于买盘不足，就停止了快速上攻的态势，开始举步不前。

如果大盘真的在3000点开始掉头向下了，那些利用期货锁定了股票市值的投资者，也不会不顾一切地抛售股票，毕竟利润已经有保障了，在股票市场大量抛售股票，反而会出现新的风险。也就是说，如果股市又突然反弹了，那么期货市场的损失，可就没有股票的升值作为对冲了。

由于这部分套期保值者的存在，大盘下跌过程中，抛压盘也不会太重，跌幅也不会太深。

而在没有股指期货的情况下，由于大盘处于强烈的上攻阶段，机构投资者虽然担心指数过高，但在不愿意踏空行情的顾虑下，也不愿大量抛售股票；由于没有股指期货，大家内心中的矛盾心态与分歧，无法很好地表现出来。因此，市场中的抛压盘始终不足，大盘会继续上升。直至最终涨到很多人已经害怕时，大盘开始向下，因为积累了过多的获利盘，大家开始竞相压价抛售，由于没有股指期货锁定市值，机构投资者出于安全第一的考虑，已经顾不得大盘反转踏空行情的风险（因为之前的大盘已经炒得太高了，马上反转的可能性已经很小了），最安全的办法，也只有从众，唯恐抛之不及。这样一来，股市也就从暴涨走向暴跌了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年9月16日

现实中，股指期货对于股票市场减震器的作用，比较典型的是2008年9月16日的美国市场。当日，美国知名证券公司雷曼兄弟宣布申请破产保护，消息传出，华尔街开始人心惶惶。众多投资者不知道雷曼的破产仅仅是个案，还是多米诺骨牌的第一张。

于是，一大批机构投资者为了安全起见，开始在股指期货市场大量卖出期指合约，导致期货市场放出巨量。当天，仅标准普尔500指数期货的成交量就达到了2200亿美元，创下天量（见图3-3）。之后两天，期货市场的成交量虽然萎缩了一些，但数量仍然惊人。

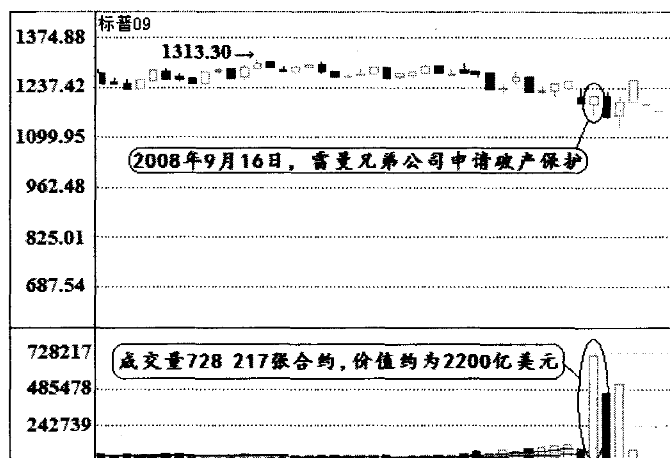


图3-3 标准普尔500指数期货走势图

之后几天，当越来越多的金融机构传出可能巨额亏损，股市开始大跌了（见图3-4），虽然是大跌，但绝没有导致中国式股灾（从6100点跌至1600点，跌幅74%）。我们可以设想，如果中国股市的几大金融股纷纷巨额亏损，甚至破产，中国股市会是什么样子。

之所以出现这样的局面，很重要的一点，就是在大跌前的几天，一大批机构投资者已经在股指期货市场卖出了期指合约，从而锁定了市值。这些机构已经没有强大的动力不顾一切地出逃了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

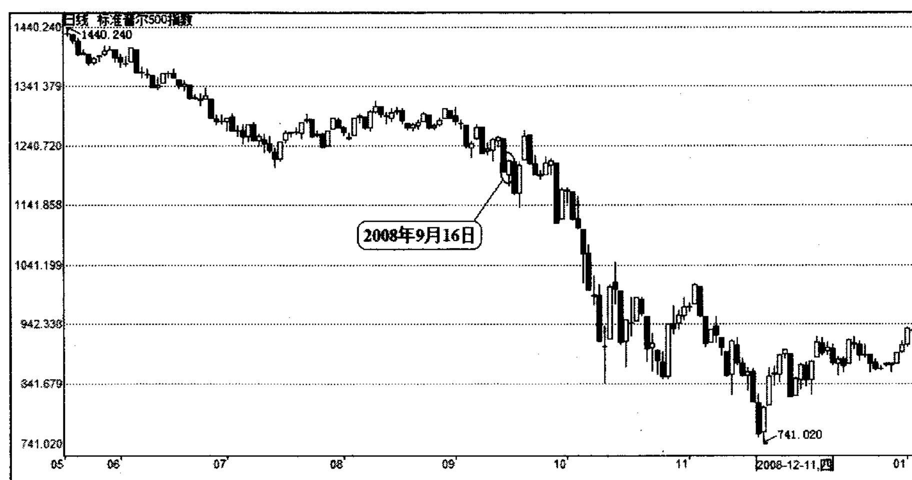


图3-4 标准普尔500指数走势图（日线）

谁在接盘

有投资者可能会问，从上面的例子中看，一大批机构在9月16日已经担心股市风险，开始利用期货套期保值了，并导致成交量放大，那么是谁在期货市场充当买入者接盘呢？

是的，既然成交量放大，有卖必有买。大量买盘的出现，主要有两个来源：

第一，投机者。期货市场由于杠杆效应的存在，始终存在大量投机者。

第二，反向套期保值的投资人。

由于美国股票市场中，融券相当方便，信用杠杆也可以使用得很高，甚至还允许裸卖空，也就是不需要向券商融券，而是直接卖空（一般只需要在几日内再买回同样数量的股票就可以了，但这种裸卖空，会导致上市公司流通盘凭空增加，此后已经被禁止了）。从标准普尔500指数的走势看，9月15日，市场大跌，而且跌破了前期的低点，这样一来，在股票市场，就出现了巨大的卖空获利盘。对于这些获利盘来说，他们最担心的是股市上涨，而雷曼兄弟的消息公布后，他们担心利空出尽，股市会不跌反涨，于是开始在股指期货市场大量买入期指合约，于是正向套期保值者与反向套期保值者的共同保值渴望，导致了期货市场成交量放出巨量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，从事后期货市场及股票市场的走势来看，这些利用买入期指合约锁定卖空获利的投资者，丧失了一次赚大钱的机会。

可远观而不可亵玩

股指期货的高杠杆与高风险，不适合普通散户投资者涉足。而股指期货的套期保值功能，对于股票市场中，持股品种很少，持股量很小的散户，也没有太多的实际价值。因此，除了少数想在期货市场“搏杀”的人外，期指会与大多数投资者无缘。而海外市场的经验也证实了这一点，如芝加哥商业交易所，参与股指期货交易的机构投资者占90%左右。

虽然股指期货呈现强烈的非散户化特征，但并不是说普通投资者就可以不闻不问。事实上，股指期货对于现货市场（股票市场），还有很重要的参考意义，对于股票市场中的短线投资者来说，尤其如此。

比如说，股指期货套期保值盘就具有较大信息价值，因为股指期货的套期保值盘不是凭空而来的，机构投资者只有在行情处于重大拐点时，才会进行套期保值。因此，当股指期货放出巨量时，期货持仓量同时大增时，往往是股票市场变盘的重要信号。比如，上文中我们提到的2008年9月16日，股指期货放天量的例子，就是这样。

从海外市场的经验来看，期货往往引导现货，股指期货具有价格领先反转的指标意义，因为期货市场主要是机构投资者参与，其价格与成交量代表了机构投资者对于未来市场发展看法的博弈结果。

海通证券研究所股指期货研究小组

股指期货与现货市场 谁是价格先行者

□作者 雍志强

在期货市场与现货市场市场结构不同的情况下，股指期货市场对现货市场具有价格发现功能。股指期货市场的深度和广度决定了其价格发现功能的强弱。

股指期货上市以来，人们一直高度关注和争论的一个问题是股指期货和股票现货市场指数价格之间的领先落后关系，即股指期货与股票现货市场谁是价格的领导者，或者说谁是市场的先行指标的问题。1987年10月19日美国华尔街著名的“黑色星期五”，股市一天暴跌近25%，股票指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货一度被认为是引导和促使股市暴跌的“元凶”之一，其中，著名的“布莱迪报告”也认为，虽不能确定，但期货交易至少是引发股市恐慌性抛盘的重要原因之一。

从理论上看，一方面，由于股指期货市场与股票现货市场具有等价资产报酬的时间关系，若市场内有新信息产生，则现货与期货市场价格应同时同向变动，且任一市场的价格变动应该不致领先或落后另一个市场反应新信息；但另一方面，由于二者在不同的市场交易，且股指期货市场由于具备多空操作不受限制的优势及低交易成本、高流动性及信息完全揭露等优点，能较迅速反应市场信息，所以信息交易者会倾向选择期货市场来反映信息。因此，在期货市场与现货市场市场结构不同的情况下，股指期货市场对现货股票市场具有价格发现功能。

由于股指期货价格与股票现货市场指数价格之间的领先落后关系这一问题，在股指期货投资上具有重大的操作指导意义，为此人们在这方面做了大量实证研究工作。许多研究结果支持股指期货市场对股票现货市场具有价格发现功能，并认为两个市场间的价格变化存在着领先或落后的关系。

股指期货具有明显的领涨领跌作用，但其前提是股指期货市场必须具备一定的市场规模和流动性。可以说，股指期货市场的规模和流动性决定了其自身价格发现功能的强弱。一般来说，在一个市场的初期发展阶段，成交量比较小，股指期货的价格发现功能也必然大打折扣。

虽然世界上各个国家和地区股票市场和股指期货市场的制度、规模和市场容量大不相同，股指期货上市时间和初始条件差异也很大，但总结股指期货价格与股票现货市场指数价格之间的领先落后关系，仍可以得出一些共同结论：

股指期货上市一般都会推动标的指数上涨。从各国（地区）股指期货上市时的情况看，虽然刚上市时大盘可能短暂下跌，但从中级行情看，大多数是趋于上涨的，且涨幅较大。

在强势市场，股指期货领先股票现货价格走势，对股价指数具有领涨领跌作用。由于价格发现功能和市场普遍存在的理性预期，在一个强势市场，股指期货领先股票现货价格指数走势，股指期货将具有明显的领涨领跌作用。当市场预期股票价格指数将上涨时，股指期货会领先并带动股票现货价格指数上涨，反之，股指期货会领先并带动股票现货价格指数下跌。

在弱势市场，股价指数领先股指期货价格走势。股指期货会起到助涨助跌作用。股指期货市场的规模和流动性决定了其自身价格发现功能的强弱。如果一个股指期货市场的市场规模较小、流动性较差，其股指期货的价格发现功能必然较弱，此时股价指数领先股指期货价格走势，股指期货只能起到被动的助涨助跌作用。

点评



无论股指期货与股票现货的关系如何，股指期货至少提供了一个难得的，观察机构投资者动向的新窗口。因此，对于股指期股，轻易委身于它，或者退避三舍、不闻不问，都是不恰当的态度。理性的投资者，务必要保持学习、了解以及不断体会的态度与过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易篇

- 上证指数与沪深300指数
- 除权
- 限售股
- 汇金增持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

谁是真正的大盘

上证指数与沪深300指数

十几年来，投资者、媒体已习惯将上证指数称为大盘，以上证指数的涨跌来描述股市起伏，以上证指数走势进行技术分析。但这一现象，随着股指期货推出，有可能发生改变。沪深300指数有望动摇上证指数的“大盘地位”。

新股与指数

上证指数是由上海证券交易所公布的，体现上海证券交易所交易的所有股票总体涨跌情况的一个数字，它也可以被称为大盘。同样，深圳证券交易所也公布一个类似的数字——深圳综合指数。但由于上证指数历史悠久、影响大，加之在上交所上市的公司多、成交量大，因此，以前人们说起大盘，都是指上证指数。

上证指数有一个计算公式：报告期指数＝（报告期股票总市值÷基期股票总市值）×100。这里面，所谓总市值就是指把每一只股票的总股本×股价，然后再相加。基期股票总市值是指1990年12月19日（上海证券交易所首个交易日），上海证券交易所中所有股票的总市值。

从这一公式可以看出，上证指数是基于股票市值的变化计算而来的。但有投资者可能会质疑，如果上市公司的数量和股本永远都不发生变化，这样的计算公式尚属合理——能够比较客观地反映市场整体涨跌情况。但问题在于，证券市场中不断有新股上市，原有上市公司也会增发新股，新股增加，总市值也会增加，如果按照上述公式，上证指数岂不是要涨上天了，其结果与投资者对市场涨跌的直观感受肯定会大相径庭。

的确如此，为了剔除新股上市等非交易性因素对指数的影响，在计算上证指数时，基期股票总市值必须按照一定规则，不断进行修正。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如说，对于新股，目前上证指数采用的是上市第11个交易日起计入指数的方式。也就是说，一只新股上市后，前10个交易日，其市值变化不纳入上证指数的计算，从第11个交易日起，其市值开始纳入指数的计算。这个时候，基期股票总市值就要进行修正，修正后，该公式变为：基期股票总市值＝修正前的基期股票总市值＋（新股总股本×第10个交易日该新股收盘价）。这样一来，新股上市对于上证指数的不正常影响也就消除了。

17倍是真的吗

2008年12月31日，上证指数收盘为1820.81点。按照上证指数计算公式，粗略判断，与18年前上证指数推出的那一天相比，大盘涨了1720%（见图4-1）。

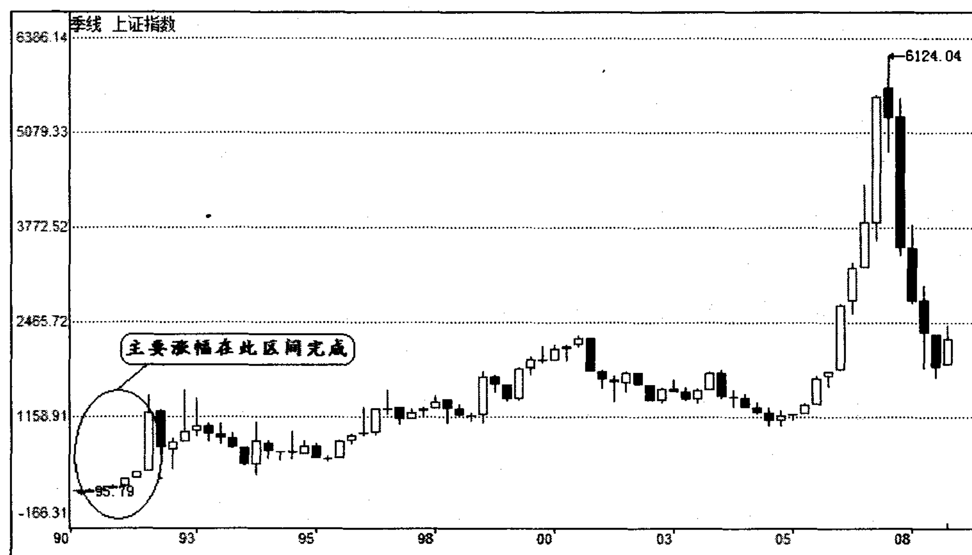


图4-1 1990年12月至2009年2月上证指数K线（季线）

有些投资者，特别是那些10年以上的老股民，都会感觉1720%很夸张，从自身体会看，股市似乎没涨这么多。

造成这一错觉的有两大原因：

第一，1992年前，沪市上市公司只有8家（俗称老八股），由于股票严重稀缺，导致股价在买盘推动下快速攀升，到了1992年3月份，上证指数就涨至1000点（上涨了9倍）。如果以此时的1000点为基数，则会发现，经过了16年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多，上证指数不过上涨了82%。也就是说，虽然上证指数在18年间涨了1720%，但主要涨幅却在最开始的一年多时间里已经完成。

第二，新股计入上证指数时间的变化。刚才讲到，**目前的规定是：新股上市第11个交易日开始计入指数**。但这一规定是2007年1月8日才开始实施的，而从2002年9月23日至2007年1月7日间，实施的是新股上市首日计入指数的办法（1999年11月以前，新股上市一个月后计入指数；1999年11月至2002年9月23日，新股上市后第二个交易日计入指数）。

这种做法的问题在于，在对基期股票总市值进行修正，计算上市新股总市值时，其股价是以股票发行价作为标准的。但稍有常识的投资者都知道，新股上市首日的交易价，往往大大超过其发行价格。这样一来，上证指数就会虚增，进而导致多数投资者的感受与上证指数的涨跌幅不相符。

炒股不如存银行

即使不考虑新股上市使上证指数虚增的因素，上证指数从1992年3月至2008年底，也只上升了80%。80%可以视为这16年间，股市带给投资者的平均回报率。

80%意味着什么呢？如果一年期银行存款利率是3%，100元存款经过16年复利增长，结果是160元，如果利率是4%，其结果是187元。而1992～2008年，一年期存款利率的平均水平即在4%左右。由此看来，将资金存银行的收益，并不亚于投资股票，同时其风险也微乎其微。

当然，以2008年12月31日的1820点作为衡量中国股市的节点，很可能有以偏概全之处，毕竟自2007年10月份6124点开始的大股灾，可谓史所罕见。但从中却可以非常清晰地看出证券投资的风险。

上证指数的痼疾

上证指数作为大盘，理应体现参与这个市场的资金的整体盈亏情况，但可惜的是，它却有一个先天“痼疾”，即上证指数无视非流通股的问题。

上证指数在计算公司市值时，使用“总股本×股价”的方法，而A股公司中，有一大批公司的股票是不流通的。即使股改后，这些股票有了流通权，也不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正流通。主要原因在于，多数上市公司的控股股东不愿意放弃控股权，特别是那些大型央企上市公司，国务院国资委更不会放弃对这些公司的高度控股。

这就形成了一个现象：公司名义上的总股本，与实际市场中被交易的股票存在着巨大差异。比如说，中国石油总股本达到1830亿股，但真正在A股市场流通的股票只有40亿股。

市场资金根本无法参与这些不打算流通的股票的买卖，但这些股票，又由于计算公式的原因，被纳入了上证指数的统计范围，又由于这些股票的数额极为庞大，因此，致使上证指数已经无法全面反映投资资金的真实盈亏水平。

就以沪市总市值中的前6名股票为例（见表4-1），依据2009年2月17日的收盘价，这6家公司在总市值中所占比例总计为55.22%，可谓沪市的半壁江山。但6家公司流通股市值在沪市流通股总市值中的比例，总计只占7.22%。

表4-1 沪市总值中的前6名股票 (%)

沪市总市值前6名	占沪市总市值比例	占沪市流通市值比例
中国石油	17.43	1.06
工商银行	10.79	1.35
建设银行	8.36	0.9
中国银行	7	0.5
中国石化	6.38	2.63
中国人寿	5.26	0.78
合计	55.22	7.22

注：计算依据以2009年2月17日收盘价为准。

55.22%意味着什么呢？如果当日，沪市全部854家A股公司中，6家公司股价均下跌2%，其余公司股价都上涨了2%，那么上证指数还是跌。而这一结果，显然与市场主流资金、多数投资人的感受不相一致。也正是在这个意义上，经常会有投资者认为上证指数“失真”了。

沪深300的先天素质

与上证指数的先天不足相比，沪深300指数的“先天素质”就要好得多。

顾名思义，沪深300指数是在沪市与深市中共选取300家上市公司，作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统计样本，进而计算出的股票指数（见表4-2）。

表4-2 两种指数的对比

	样本股范围	成分股调整时间	股本计算范围	指数推出日	推出日至2008年12月31日涨幅	2005年4月8日至2008年12月31日涨幅
上证指数	在上交所上市的所有股票	随时调整	总股本	1990年12月19日	1720%	45.8%
沪深300指数	在沪深交易所上市的300种股票	原则上半年调整一次，若有大盘股上市，会随时调整	自由流通股本[①]	2005年4月8日	81.2%	81.2%

① 自由流通股本不等同于流通股本。

沪深300指数的计算公式与上证指数是相类似的，唯一重大的区别，也就在于沪深300指数采用的上市公司股本数据，是自由流通股本，而不是总股本。

投资者需要注意的是，沪深300指数计算时使用的自由流通股本，可不是投资者在年报中看到的流通股，两者有很大区别。股改前的非流通股，一旦过了限售期，无论大小，都会变成流通股本；而沪深300所用的自由流通股本，则是在流通股本的基础上，又剔除了大股东持股、战略投资者持股等几类股份。简单说，自由流通股本就是那些在证券市场中被交易的股票。这样一来，沪深300指数就能更加客观地反映市场主流资金的盈亏水平。

高人一等

从表4-3可以看出，自从2005年4月8日，沪深300指数正式推出以来，在每个上升波段都要比上证指数涨得多，在每个下行波段，都比上证指数跌得少。在2005年4月8日至2009年2月17日这段时间里，沪深300指数的整体涨幅为146%，而上证指数的涨幅为92%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4-3 走势的比照

上证指数	2005年4月8日收盘	2005年6月6日最低	2007年10月16日最高	2008年10月28日最低	2009年2月17日
点位	1248点	998点(－20%)	6124点(514%)	1664点(－72.8%)	2402点(44.4%)
沪深300	2005年4月8日收盘	2005年6月6日最低	2007年10月17日最高	2008年11月4日最低	
点位	1003点	807点(－19.5%)	5891点(630%)	1606点(－72.7%)	2470点(53.8%)
说明	沪深300指数创建后首个交易日	2005年最低点	2007年最高点	2008年最低点	2009年前两月最高点

注：表中括号中的数字，为该点位与上一个点位相比的涨跌幅。

沪深300之所以比上证指数表现要好，主要原因有以下两点：

第一，沪深300指数的300种成分股，包括205只沪市A股公司，95只深市A股公司（为2009年上半年数据）。这300只股票，几乎囊括了沪深两市1600多家上市公司中的精华。而上证指数则包括了沪市所有上市公司，其中良莠不齐，微利公司、亏损公司、ST公司都侧身其中。因此，沪深300成分股的质量要好于上证指数成分股。

第二，在上证指数中，权重最大的几只股票，由于上市时间晚，不少是在上一轮牛市快结束时才上市，至今大都远远低于上市首日收盘价。这几只股票，特别是中石油，对上证指数的拖累非常大。而这几只股票在沪深300指数中，所占权重比要小得多，对指数的拖累则没有如此严重（见表4-4）。

表4-4 权重股的比照 (%)

上证指数前15权重股	在上证指数中所占权重比	沪深300指数前15权重股	在沪深300指数中所占权重
中国石油	17.43	招商银行	3.71
工商银行	10.79	中信证券	3.39
建设银行	8.36	中国平安	2.85
中国银行	7	民生银行	2.72
中国石化	6.38	交通银行	2.66

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

上证指数前15权重股	在上证指数中所占权重比	沪深300指数前15权重股	在沪深300指数中所占权重
中国人寿	5.26	万科A	2.28
中国神华	3.6	中国神华	2.08
交通银行	2.37	浦发银行	1.98
中国平安	2.02	兴业银行	1.97
招商银行	1.83	工商银行	1.69
中信银行	1.5	长江电力	1.49
中信证券	1.46	中国联通	1.41
中国铝业	1.18	北京银行	1.38
长江电力	1.08	中国石油	1.32
中国铁建	1.05	贵州茅台	1.28

注：数据计算以2009年2月17日收盘价为基准。

竞猜对象

当初推出沪深300指数的初衷，除了反映证券市场主要参与资金的盈亏情况，另一个重要用意，就是择机推出与沪深300指数挂钩的股指期货。

第3章讲股指期货时已经提到，股指期货是以沪深300指数作为标的物。简单说，就是让参与指数期货的投资者竞猜，看谁对沪深300指数的走势猜得准，谁猜得准，谁就赚钱多；谁猜得离谱，甚至把行情猜反了，就要亏钱。

以沪深300指数作为期货品种，有这样几个好处：

第一，操纵指数的难度很大。若以上证指数作为期货标的，那么在股票市场操纵上证指数是有可能的。刚才讲了，上证指数前6只权重股，占了整体权重的55.22%，而这几只股票真正流通的股份与总股本之间又有很大差异。因此，只要集中巨额资金，控制几大大盘股，是有可能在短时间内操纵上证指数的。

而操纵沪深300指数则不太容易，由于沪深300指数中，没有像上证指数中的那几个“半壁江山”，想用四两拨千斤的方式操纵股指，不太可能。若想控盘，则需要天文数字的资金量。

第二，沪深300成分股中，绩优公司占多数，适合机构投资者搞“克隆”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是机构投资者有可能完全按照沪深300成分股的权重，构建自己的持股仓位。这样有利于更多的资金参与股指期货交易。

第三，沪深300成分股的各股基础权重，以及成分股名单，调整频率很慢。成分股名单原则上每半年才调整一次（遇有大盘股，会随时调整）。如果机构投资者搞“克隆”，用不着经常买进卖出，这样能节省不少交易费用。

指数调整效应

股权期货推出后，一批机构投资者为了使自己的持股结构与沪深300成分股结构相似，以便于随时套期保值或进行套利，会将沪市300指数成分股作为股票池。因此，如果上市公司能够入选沪深300的成分股，会受到更多资金的关注。

截至2009年2月份，市场中已经有五只基金，专门“克隆”沪深300成分股。如不久前发行的广发沪深300指数基金，原则上采用完全复制法，按照成分股在沪深300指数中的基准权重构建指数化投资组合。

因此，如果一只股票被选入沪深300成分股，或者一只股票被剔除出成分股，都会在短期内引起锁定沪深300指数的资金调整投资组合，从而导致股价涨跌。这一现象被称为“指数调整效应”。

半年一调

根据编制原则，沪深300成分股的替换原则是半年一次。在每年的1月和7月的第一个交易日进行调整。而在每年的12月中旬和6月中旬就会提前公布调整名单（见图4-2）。大家可以留意中证指数有限公司的网站（www. csindex. com.cn）。

关于调整沪深300和中证100等指数样本股的公告

根据指数规则，经指数专家委员会审议，中证指数有限公司决定于2009年1月第一个交易日调整沪深300指数、中证100指数、中证500指数、中证红利指数、中证香港100指数和中证海外（不含香港）内地股等指数样本股，沪深300风格系列、沪深300行业系列和中证华股系列等指数随之进行相应调整。本次样本调整中沪深300指数更换18只股票，中证100指数更换6只股票，中证红利指数更换20只股票，中证香港100指数更换3只股票，中证海外（不含香港）内地股指数更换2只股票。部分指数样本调整名单见下表，其他指数样本调整名单和相关指数备选名单见中证指数有限公司网站（www. csindex. com. cn）。

中证指数有限公司
2008年12月15日

图4-2 调整公告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而对于市值较大的股票（其标准是，上市以来日均总市值，在沪深两市中排名前10），则会启用快速进入指数的规则，即在其上市第10个交易日结束后进入沪深300成分股，同时剔除原指数样本中最近一年日均总市值排名最末的股票。

预测进出名单

投资者借助一定的统计工具（最常见的，是股票交易软件中的总市值排名功能），是可以对有可能进入或有可能被调整出沪深300成分股的上市公司，进行大致预测的。

在沪深300指数成分股中，总市值排名最后10名的股票，随着大盘股的上市，有可能随时会被调整出大名单；成分股中的ST公司、亏损公司，以及财务报表被审计师出具非标意见的公司，除非是超级大盘股（总市值前50名），否则在每半年的定期调整中，都会被剔除；总市值排名最后30名的股票，在每半年的定期调整中，很有可能会被剔除。

如果大盘股上市，而该大盘股总市值在沪深两市中排名前10，则会在上市的第10个交易日后，就进入沪深300成分股；在每半年的定期调整前，那些总市值排名在沪深两市中处于300以内，但不属于沪深300成分股的上市公司，很有可能会被纳入成分股。

需要提醒的是，以上所提的总市值，是公司总股本×股价。也就是说，沪深300指数在确定成分股名单时，主要还是看总市值，但是在计算指数时，却是使用自由流通股市值。投资者不要将两者相混淆。

评估投资水平

对投资者来说，指数的作用首先是评估自己的投资水平，也就是用指数的涨幅跟自己的投资收益比一比。

因为只看自己的投资回报率，无法客观评价自己的投资水平与投资能力，而指数在一定程度上，客观反映了市场所有投资者普遍的投资回报率。因此，就算你的投资回报率在短期内达到20%，也用不着沾沾自喜，如果同期指数涨了60%，你所应该做的，恰恰是要反思一下自己的投资水平与投资策略了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数的羊群效应

指数的另一个作用是指导你的投资策略。大多数投资者，特别是短线投资者，都有一个习惯，就是盯着自己手上股票走势的同时，也要看大盘走势。这是因为，从短期而言，一只股票的涨跌，受大盘涨跌的影响很大。我们在操作股票时经常发现，一只股票本来走势很好，但盘中会突然随着大盘的下跌而下跌。

那么，为什么大多数股票会随着大盘的下跌而下跌呢？难道就不能不受大盘影响？一般来说，回答是否定的。这是因为，大多数投资者都会受到其他人的影响。

你可以把投资者想象成一群埋头吃草的羊，羊群就是大盘。如果羊群中的几只羊突然向一个方向跑去，那么其他的羊，虽然不知道为什么，但也会自然而然地跟着狂奔而去。

羊这样做，是出于自我保护的本能。试想，如果狼来了，几只羊先看到了，于是调头便跑。其余的羊呢，当然不能再东张西望，等瞅清楚了再说，最好的办法就是跟着一起跑，否则就有性命之虞。

人类也继承了动物的这种本能。尽管有人将这种本能叫“盲动”，但我们仍然要尊重它，不能轻易逆潮流而动。对待大盘的态度，应该如同你去有奖竞猜哪一个超女会成为最后一轮决赛的冠军，虽然你个人很欣赏张靓颖，但也应该正视客观现实（更多人的选择），而选择李宇春。因为，冠亚军的归属是由大家投票决定的，就如同大盘的走势也是大多数投资者决定的一样。

北京青年报　　2009年2月18日

沪深300指数基金扎堆发行

□作者 范辉

在这一轮反弹中，指数型基金成为唯一战胜大盘的基金。借着这股反弹风，基金公司也开始大力推广指数基金，两只以沪深300为跟踪标的的指数产品接连获批发行。

据银河证券基金研究中心统计，截至2月13日，167只股票型基金2009年以来平均净值增长20.59%。

其中，指数型基金的表现格外引人注目，其平均收益远超其他股票型基金，成为基金市场最大赢家。统计数据显示，截至2月13日，指数基金2009年以来平均涨幅高达28.90%，成为战胜大盘的唯一品种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

借着这股热乎劲，监管部门也迅速放行两只指数基金，指数基金队伍迅速扩容，继广发沪深300、工银瑞信沪深300获批发行后，2月17日南方基金公司旗下首只指数化产品——南方沪深300指数基金将于近日发行。

沪深300指数作为A股市场总体发展趋势的典型代表，沪深300指数基金往往也受到更高关注。

据了解，该指数是目前国内唯一一只覆盖沪深两市的基准指数，汇集了两市市值最大的300只股票，占到A股总市值的70%以上，曾被基金经理称为“难以战胜的指数”。

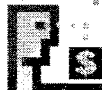
值得注意的是，我国首个股指期货——沪深300指数期货合约即将推出，这使得沪深300有望成为股指期货推出后市场的重要筹码。

分析人士指出，随着沪深300指数成份股江湖地位的显著提高，其成份股有可能会获得更多基金的配置，这将推动其股价的进一步上涨，从而为沪深300指数基金带来进一步的溢价。

在开发指数化产品时，沪深300指数成为基金公司，特别是大型基金公司的首选标的指数。截至2月16日，2008年底管理规模排名前十的基金公司中已有6家公司拥有，或已获批沪深300指数基金。

市场人士认为，无论从影响力，还是上市公司的质量看，该指数无疑是当前跨沪深两市若干指数中的首选。记者获悉这一类型的指数基金还将有望进一步扩大。

点评



绑定沪深300指数的基金，其实是傻瓜投资法，但就是这种傻瓜投资法，其收益率也要好过多数基金。因此，那些拿着高薪的基金经理们的真实能力是很值得怀疑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章
最痛快的下跌
除权

除权、除息、贴权、贴息、填权、股权登记日……看着有点晕吧。很多新股民对这些名词常常不明就里，就是一些老股民，也似懂非懂，很难解释清楚。

真正理解它们，要有点耐心，甚至有点烦人，但没办法，这是基本功，基本功扎实了，炒股票才能有后劲。

分红

先从分红说起。

假设有一家上市公司叫“人民控股”，总股本100股，共有10个股东，每个股东持有10股。2007年人民控股赚了200元，公司股东大会决定，从200元中拿出100分红。

这100元怎么分呢？有两种方式可选：一种是真分；另一种是“假分”。

真分是分现金，每1股可分得1元（上述操作在现实中通常被表述为每10股派发10元现金红利，或简称为10派10），分完后，每位股东的账户上就多了10元现金。

“假分”是送红股，将100元折合成100股股票送给股东，每1股可得到1股红股（上述操作在现实中通常被表述为每10股送10股红股，或简称为10送10），每位股东会发现，账户上的股票变成了20股。当然，这时人民控股的总股本也变成了200股。

为什么说是“假分”呢，因为送红股时，上市公司实际上没有付现金，而是将现金按1：1的比例折合成了股票，送给了股东，钱仍然留在了公司。

现实中，还有一种情况，叫公积金转增股本，它是将资本公积（会计科目的一种）账上的钱折合成股本送给股东，由于客观效果跟送红股一样，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

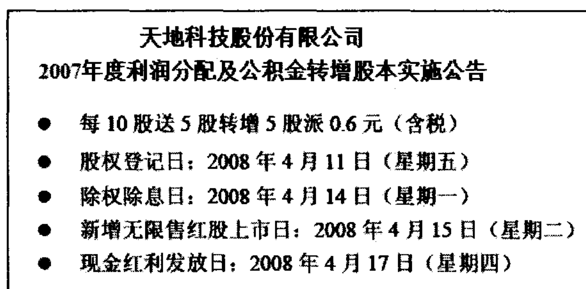
者一般也将其视为分红的一种，但严格讲，它并不属于分红。

假设人民控股的公积金上记有50元，全部折合成股票送给全体股东，50元按1∶1的比例可折合成50股，平均下来就是每股可获转增股0.5股（上述操作在现实中通常被表述为每10股转增5股，或简称10转增5）。

需要说明的是，无论是送红股还是公积金转增股本，按照规定，折合股票的比例都必须是1∶1。

送红股与公积金转增股本，本质上都是会计科目之间的调整，也就是上市公司的会计账目调整，而不构成任何实际意义上的改变。公司还是那个公司，毫发未损，不像分现金，上市公司要真的“出血”。但对股民来说，直观的感受就是自己账户中的股票多了。

分红时还要确定一个的日子——股权登记日。由于上市公司的股票每天都在交易，上市公司的股东也就每天都在变化。但上市公司分红必须要以某一天为准，以规定哪些股东可以参加分红，而这一天就是股权登记日。也就是说，在股权登记日这一天收盘后，持有该公司股票的股东就可以参加分红。这个日子到底是哪一天，上市公司会通过公告通知大家（见图5-1）。


天地科技股份有限公司
2007年度利润分配及公积金转增股本实施公告

- 每10股送5股转增5股派0.6元（含税）
- 股权登记日：2008年4月11日（星期五）
- 除权除息日：2008年4月14日（星期一）
- 新增无限售红股上市日：2008年4月15日（星期二）
- 现金红利发放日：2008年4月17日（星期四）

图5-1 一份典型的利润分配及资本公积金转增公告

除权

现在可以步入正题，讲讲除权。除权与刚才所讲的送红股、转增股本有关。

假设，送红股的股权登记日是3月3日，该天人民控股的收盘价是10元，收盘后，人民控股把100股股票分给股东，每位股东持股量由之前的10股变成了20股。那么3月4日开盘时，人民控股的开盘基准价就被交易所强行降到了5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。这个下降的过程就叫除权，5元就是除权价，3月4日就被称为人民控股的除权日（实例见图5-2）。

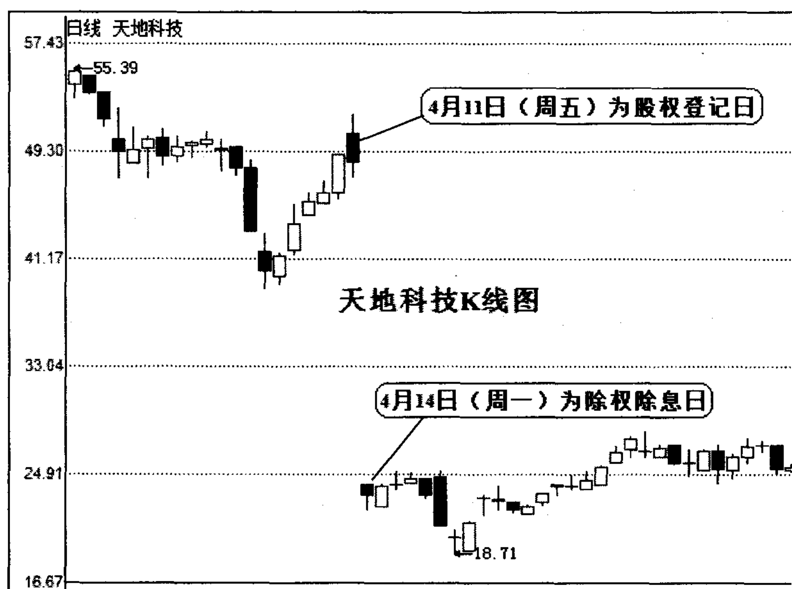


图5-2 除权日

除权价有一个公式：除权价＝股权登记日的收盘价÷（1＋每1股送股票数）。具体到人民控股，就是5＝10÷（1+1）。

从以上的公式中可以看出，靠分红，投资者是赚不了钱的。从理论上讲，分红只改变投资者持有财富的表面形式，而不会改变投资者持有财富的真实数量。分红前你的财富是10股股票，每股10元，总价值100元；分红后，你的财富是20股股票，每股5元，总价值还是100元。

有投资者会问，交易所为什么会强制除权，不强制会怎么样呢？其实，即使交易所不强制除权，市场也会自动除权的。我们可以举个简单的例子来说明：一块面包价值4元钱，我们把面包均分成2块，分给2个人，每个人手上的面包价值是2元钱。如果现在把这块面包均分成4块，每人分到2块面包，那这两个人手上的面包，各值多少钱呢？还是2元钱。而分面包和送红股其实是一个道理，你不会因为股票多了而得益，因为每股的含金量也在同比例减少。

又有投资者会问，既然市场会自动除权，那交易所又何必多此一举呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，强制除权是为了保护投资者利益。因为市场上的股票有1000多只，哪只股票何时送红股或转增股本，一般投资者不清楚。如果没有强行除权，那么当某人看到人民控股3月3日收盘价是10元，并决定转天买一些，由于其不知道送红股的事，因此，3月4日就报了10元的价格参与集合竞价，如果真的以10元买进了，你说他冤不冤。

而交易所把股价强行降到5元作为开盘基准价就好了，按照目前的涨跌停板10%的限制，3月4日人民控股的成交价格只被允许在5.5元（5元涨10%）至4.5元（5元跌10%）间波动。就算有人糊里糊涂报了10元的价格买入，按照规定，由于申报价格不在波动区间内，其买入申请无效，会被自动撤销。

除息

除权与送红股、转增股本有关，而除息则与现金分红有关。

还是刚才那个例子，如果人民控股3月3日收盘后，是把100元现金，以每1股分1元的比例分掉，那么，3月4日的开盘基准价就变成了9元。这个过程就是除息，9元就是除息价，3月4日就被称为人民控股的除息日。我们可以把除息抽象为一个公式：除息价＝股权登记日的收盘价－每股所分现金额

至于除息的本质原因，与除权相类似，有兴趣的投资者可以自己想想。

在现实中，由于上市公司分现金的比例一般都不大，因此，除息后的K线图，不像除权那样，有一个明显的下跌缺口容易识别，容易被投资者所忽略。为了提醒投资者注意，交易所还实施了一项举措：股票除息日当天，交易所会在其证券代码前标上XD，以表示该股除息了；而证券名称前被标上XR，则表示该股除权了；证券代码前标上DR，表示同时除权除息了。

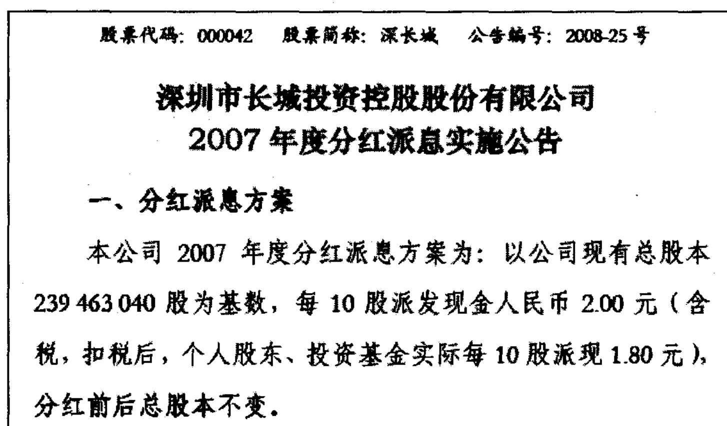
10%的所得税

无论是获得红股，还是获得现金分红，由于其来源都是上市公司的利润，因此，投资者都要缴纳所得税，该税种的全称为“股息红利个人所得税”。

按照规定，其税率为20%，但是从2005年开始，国家出台政策，实际征收时，暂时减半。也就是说，目前股息红利个人所得税的实际税率为10%。在操作中，10%的所得税由上市公司在分红时代扣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于存在所得税，这也就造成了投资者真正获得的分红，与分红公告中的金额小有差异。实际操作中，投资者经常会看到这样的表述：每10股派发现金5元（含税）。所谓“含税”也就是未考虑扣除所得税的情况。而投资者真正获得的现金应是每10股4.5元。当然，一些公司会在公告中将这两种情况都进行表述，投资者理解起来更加清晰（见图5-3）。


股票代码：000042　股票简称：深长城　公告编号：2008-25 号

深圳市长城投资控股股份有限公司
2007 年度分红派息实施公告

一、分红派息方案

本公司 2007 年度分红派息方案为：以公司现有总股本 239 463 040 股为基数，每 10 股派发现金人民币 2.00 元（含税，扣税后，个人股东、投资基金实际每 10 股派现 1.80 元），分红前后总股本不变。

图5-3　分红派息公告

投资者经常不解的一种情况是送红股也要交税。比如说，上市公司的分红方案中，有这样的表述：每10股送5股。那么在实际操作中，投资者在获得这5股的同时，是要交税的。假设投资者持有100股，通过分红又获得50股，那么其税基是50元（以每股面值1元计算），税率是10%，实际交税应是5元。

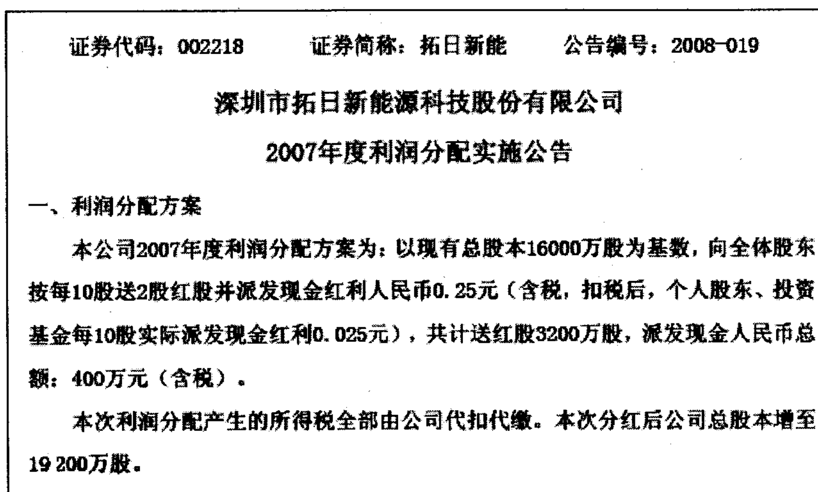
有读者可能会问，送红股不同于送现金，上市公司怎么代扣所得税呢？总不会从投资者的股票账户中扣吧？

为了解决这一问题，上市公司在送红股的同时，都会送现金。这样一来，也就解决了缴纳所得税的问题。事实上，细心的投资者会发现，很多上市公司在送红股的同时，都会同时派发很少一点现金红利。而这一点现金红利的实际意义，并不是用来送给投资者，而主要是用来交送红股时产生的所得税。

如拓日新能（002218）2007年的利润分配方案（见图5-4）为：每10股送2股并派发现金红利0.25元（含税）。每10股派发0.25元，其实是很少一点，其用处主要是用来缴纳每10股送2股时产生的所得税——每10股需缴纳所得税0.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，再加上派发现金时本身所需交纳的所得税——每10股需缴纳0.025元，投资者在扣税后，真正得到的现金是每10股0.025元（0.025＝0.25－0.2－0.025）。


证券代码：002218　　证券简称：拓日新能　　公告编号：2008-019

深圳市拓日新能源科技股份有限公司

2007年度利润分配实施公告

一、利润分配方案

本公司2007年度利润分配方案为：以现有总股本16000万股为基数，向全体股东按每10股送2股红股并派发现金红利人民币0.25元（含税，扣税后，个人股东、投资基金每10股实际派发现金红利0.025元），共计送红股3200万股，派发现金人民币总额：400万元（含税）。

本次利润分配产生的所得税全部由公司代扣代缴。本次分红后公司总股本增至19 200万股。

图5-4　拓日新能的利润分配

与送红股、派发现金时需交所得税不同，上市公司用资本公积金转增股本时，投资者不用缴纳所得税。这是因为，资本公积金的来源并非上市公司的利润，既然并非上市公司经营“所得”，也就谈不上交所得税了。

填权

人民控股除权后的股价是5元，如果股价从5元开始向上涨，我们就把这种股票的走势称为填权。如果经过一段时间，最后涨到除权前的10元了，我们把这一现象称为填满权（见图5-5）。

还有一种情况刚好相反，如果股价从5元开始向下跌了，我们就把这种走势称为贴权。相应的，填息、贴息的概念，与填权、贴权一样。

填权与贴权，是股票除权之后的两种走势，但到底是填权普遍还是贴权普遍呢？虽然从理论上讲，涨跌与除权无关，但实际操作中，填权的情况会稍多一些。

其原因有三：

第一个原因是有些股票在除权前，股价太高了（见图5-6），虽然有些股民看好它，但买不起，而除权后，股价降下来，就买得起了。如此一来，由于买的人多了，于是股价就涨上去了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

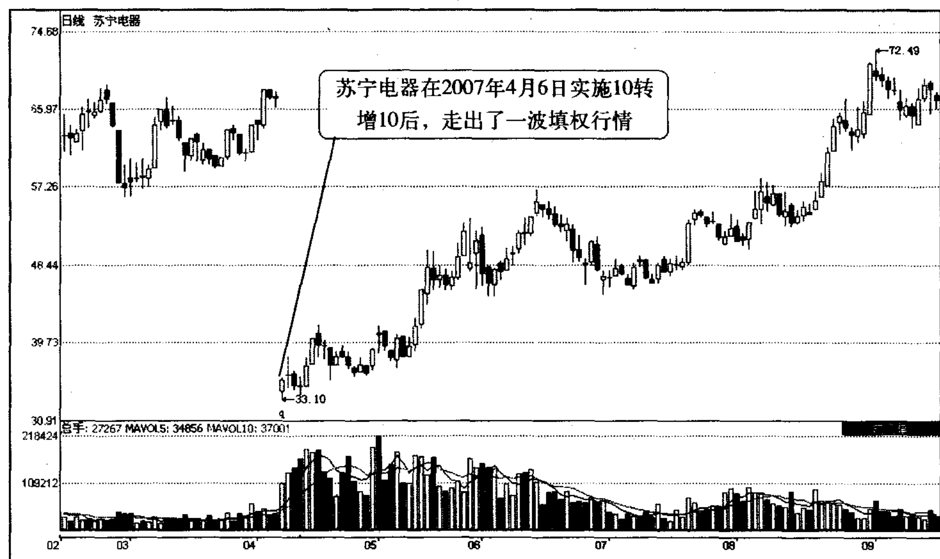


图5-5　填满权



图5-6　最贵的股票

第二个原因是直观感受。股价到了200元，很多人会有一种直观感觉——太贵了，因此就不买了。如果该股票由于除权，价格降到20元，我们又会有一种直观感觉——便宜了，于是就买进了。这种直观感受虽然不一定正确，但它是一种客观存在。

第三个原因，说起来是由前两种原因促成的，正是由于预料到由于前两种原因，股价在除权之后可能会上涨，因此，有投资者就会在股票除权后买进，进而导致股价上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

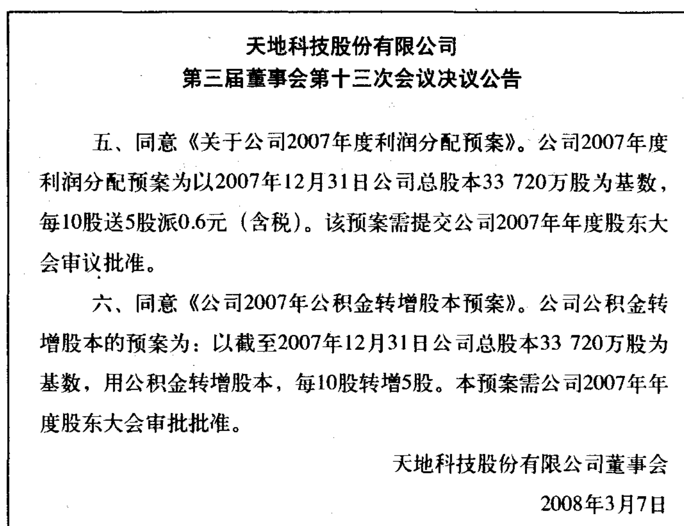
抢权

有细心的投资者可能会问，既然你刚才讲的三点原因头头是道，为什么还会说，填权比贴权只是稍多一些，填权应该很普遍才对呀？

解释这个问题，得从上市公司分红的流程说起。

上市公司分红要分三步：

第一步，上市公司董事会要公告一个分红预案，预案里面就包括了分不分红，分多少，怎么分（见图5-7）。



天地科技股份有限公司
第三届董事会第十三次会议决议公告

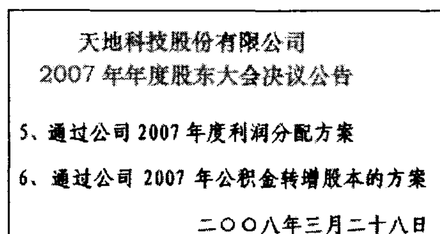
五、同意《关于公司2007年度利润分配预案》。公司2007年度利润分配预案为以2007年12月31日公司总股本33 720万股为基数，每10股送5股派0.6元（含税）。该预案需提交公司2007年年度股东大会审议批准。

六、同意《公司2007年公积金转增股本预案》。公司公积金转增股本的预案为：以截至2007年12月31日公司总股本33 720万股为基数，用公积金转增股本，每10股转增5股。本预案需公司2007年年度股东大会审批批准。

天地科技股份有限公司董事会
2008年3月7日

图5-7 分红预案

第二步，股东大会对预案进行审议表决，如果审议通过（见图5-8），就可以准备实施分红了。



天地科技股份有限公司
2007年年度股东大会决议公告

5、通过公司2007年度利润分配方案
6、通过公司2007年公积金转增股本的方案

二〇〇八年三月二十八日

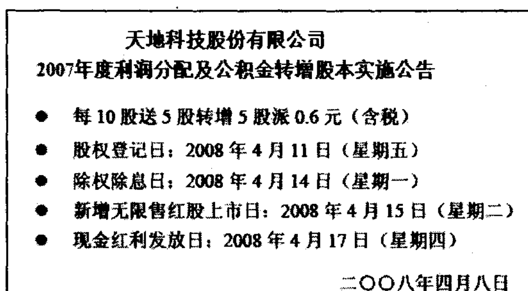
图5-8 决议公告

第三步，上市公司会发布一个公告——分红派息实施公告。这个公告中会讲股权登记日是哪天，分的现金什么时候能到账等一切分红的细节（见图5-9）。

由于上市公司分红有三个步骤，而且每一步都会间隔一段时间，这就衍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生出一个结果，董事会一旦公告了分红预案，所有投资者就会知道其内容。由于现实中，绝大多数董事会的分红预案都会被股东大会通过，投资者往往就认为，预案将来肯定会兑现。



天地科技股份有限公司

2007年度利润分配及公积金转增股本实施公告

- 每 10 股送 5 股转增 5 股派 0.6 元（含税）
- 股权登记日：2008 年 4 月 11 日（星期五）
- 除权除息日：2008 年 4 月 14 日（星期一）
- 新增无限售红股上市日：2008 年 4 月 15 日（星期二）
- 现金红利发放日：2008 年 4 月 17 日（星期四）

二〇〇八年四月八日

图5-9 实施公告

因此，如果有令人满意的分红预案，就会导致在董事会公告之后直至股权登记日之前的这段时间，股价明显上涨。更有甚者，一些通过非常规的渠道，提前就知道董事会预案的投资者，在预案公布前就大笔买入了，导致公司股价在预案公布前就开始涨了。**我们把这种在股权登记日之前的股票上涨现象称为“抢权”**（实例见图5-10）。

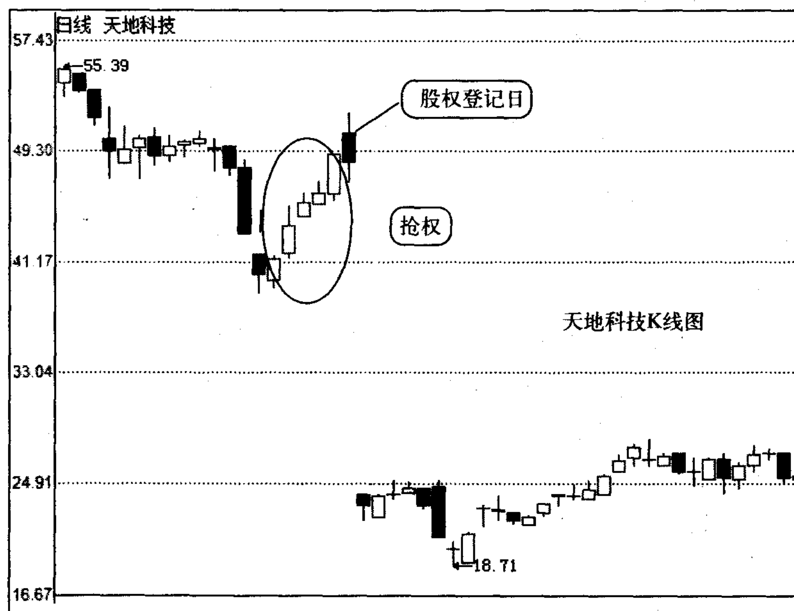


图5-10 抢权实例：天地科技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抢权等于是将填权提前预支了。于是，这些被抢权的股票，由于已经有了很大的涨幅，往往会在除权后下跌，走出一段贴权行情。

两指标决定送股潜力

实践证明，上市公司红股送得多、转增股本多，往往会出现抢权、填权。那我们能不能提前知道，哪些公司会有这样的分红预案呢？这样，在其分红预案公布前就买进去，坐等股价上涨，岂不很好。

准确知道几乎是不可能的，但是细心的投资者，可以通过一定的方法，大致圈定一个范围，在这个范围内，上市公司大量送红股或转增股本的可能性比较大。

判断一家公司送股潜力的最重要因素，是看两个指标：每股未分配利润与每股资本公积金。

在上市公司的年报、中报以及季报的财务报表中，都有一个资产负债表，这个表中有一个会计科目——未分配利润。投资者可以查一下，其中：每股未分配利润=未分配利润÷总股本。

公积金在上市公司的资产负债表中，分两种：资本公积金、盈余公积金。这两种公积金都可以转增为股本。但在实际操作中，盈余公积金转增股本的情况很少见，因此，投资者只关心资本公积金的数额也可以，其中：每股资本公积金=资本公积金÷总股本。

如果每股未分配利润或每股资本公积金大于1，从理论上讲，该公司就具备了10送10或10转增10的潜力。当然，这个数字越大越好，越大就说明其送股的潜力越大。

如果投资者用电脑炒股，那么一般股票软件的F10（资料查询键）中，一打开，都会有这两个数据（实例见图5-11），查起来都很方便。

此外，有些证券类报刊上，有时也会刊登上市公司每股未分配利润以及每股资本公积金的排名，如果投资者看到了，可以保留下来，这个东西对你选股票是很有帮助的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佛山照明　000541

最新提示 公司概况 财务分析 股东研究 股本股改 重要事项 公司报导 行业分析
公司大事 港澳分析 经营分析 主力追踪 分红扩股 高层治理 百家争鸣 关联个股

★最新主要指标★	07-09-30	07-06-30	07-03-31	06-12-31	06-09-30
每股收益(元)	0.8200	0.6400	0.3500	0.6600	0.4600
每股净资产(元)	5.5960	5.4110	7.0600	6.6000	6.4000
净资产收益率(%)	14.63	11.69	4.90	10.03	7.17
总股本(亿股)	4.6598	4.6598	3.5845	3.5845	3.5845
实际流通A股(亿股)	2.6500	2.5384	1.4609	1.4609	1.4704
流通B股(亿股)	1.0725	1.0725	0.8250	0.8250	0.8250
限售流通A股(亿股)	0.9283	1.0398	1.2891	1.2891	1.2891

07-09-30 每股资本公积：2.360 主营收入(万元)：102515.07同比增 15.40%
07-09-30 每股未分利润：1.194 净利润(万元)：38145.30同比增130.67%
★最新公告:12-04日刊登变更股权分置改革持续督导保荐代表人公告。(详见后)
★最新报道:12-13日佛山照明(000541)问答:有何措施应对构成的竞争关系?(详见后)

图5-11　同花顺股票软件中佛山照明F10后截图

送股潜力何时兑现

潜力具备了，那么上市公司是不是就一定会送股呢？这可不好说，一般而言，上市公司选择送股的时机都是很有讲究的。

上市公司董事会的分红预案都是在其年报或中报刊登的同时公布，而与年报一起公布的情况则更普遍一些。那么如何判断一家有送股潜力的上市公司，今年很可能会推出好的分红预案呢？

一般来说，以下几种情况，上市公司大量送股的概率会大一些：

第一，公司有再融资的打算。上市公司发行新股时，总想卖个好价钱，而新股的卖价与其股价有关，股价越高，新股的价格也可以定的越高。因此，为了提高股价，上市公司就会有大量送股的动力。至于公司有无发行新股的打算，投资者注意上市公司的公告内容就可以了。

第二，公司的大股东或者其他重要股东要抛股票了。公司的大股东或一些战略投资者在抛股票之前，上市公司有可能会大量送股，这样股价涨上去了，抛股票也可以卖个好价钱。股改时，大股东减持都有一个时间表，投资者可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查一下上市公司股改时大股东的承诺内容，这样就会对大股东何时可能抛股票有一个大致的判断。

第三，公司股价太高了。当然，多高算太高，也很难有一个统一标准，但从中国股市的客观情况分析，股价涨到30元以上，其流通性就开始明显下降，因此，我们姑且将30元作为一个衡量指标。过了这个线，公司通过送股除权降低股价的可能性就很大了。

送现金不好吗

投资者一般直觉上都希望上市公司分红时能送股票，对送现金都不太感冒。但实际上，能送现金，特别是大量送现金，对投资者而言未尝不是一件好事。

能大量送现金的上市公司，大都很健康。有些公司看上去赚了不少钱，但这些钱很多是应收账款，实际账上的现金并不多，有的时候，应收账款最后就变成坏账了。因此，能大量送现金，说明上市公司的经营风险不大，不太可能出现突然亏损的情况。

上市公司大量分现金，也说明它对投资者真正负责。有些钱放在公司账上，没什么好项目可以投资，日常经营中暂时也用不上，只好放在银行里吃利息，或者买买国债，与其这样，不如分给投资者。

而且，投资者分得了现金，也算是真正落袋为安，这就跟分到股票不一样，股票虽然多了，但有可能贴权，这样比起来，拿到现金更安全一些。而且，如果你真看好这家公司，完全可以用分到的现金接着再买它的股票。

此外，有专家还从多年的实际情况分析出这样一个结论，那些多年来坚持大量派送现金红利的上市公司，其股价的涨幅明显高于市场平均水平。

而为了鼓励现金分红，证监会从2008年10月起做出这样的规定：如果上市公司想申请再融资，那么最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。

同时，证监会还规定：从2008年年报起，年报中盈利却未提出现金分红方案的上市公司，应在年报中详细说明未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的用途。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深圳商报　　2009年2月7日

高送转个股又到收获季节

□作者 黄炎

历年高送转个股1、2月间都有超额收益，料中小板公司今年会派发丰厚红包。

2008年度首只10转10高送配的个股中兵光电昨日再次封住涨停，并报收31.54元。作为两市第一家推出高比例分红的个股，该股在年报披露后涨幅已超过50%。尽管年报披露刚刚开始，随着二级市场回暖，如何挖掘“年报行情”已成为市场的热门话题。

值得注意的是，中兵光电、永新股份、方大炭素、大西洋、华发股份、建投能源等6只2008年报已公布高比例转增预案的个股自今年以来全线跑赢大盘。其中，中兵光电、方大炭素跑赢指数超过40%。

而就在昨日，申银万国和中信证券同时针对年报高送转个股的投资机会发布研究报告。对于送转股的买入时机，申银万国的报告指出，要想在高分红送股的股票上获利，投资者必须提前“埋伏”，应该在预期市场上涨时选择送转股比例比较高的公司的股票买入，或结合送转股方案判断在公司股东大会公告前买入，并且在送转股权登记前卖出，而股权登记后不是买入的时机。

中信证券则认为，股票股利分配对于股价具有短期提振作用，通过布局预案公布和股权登记日进行阶段性操作可以获得超额收益。历年经验表明，高分红股票在1、2月份期间具有超额收益。因此，建议投资者密切关注可能具备高分红送股的个股，在年报公布之前进行提前布局。而由于今年春节较往年略早，因此，今年高分红公司表现卓越的时间窗口也会相应地后移半个月左右，所以从现在开始挖掘分红送股个股布局行情正当其时。

申银万国认为，通常股本规模小、第一大股东占比小、前十大股东累计持股占比高、每股收益和每股净资产比较高的公司高送转股比例的可能性比较大，可以从这些角度来选择股票是否有大比例分红可能。

而宏源证券策略分析师唐永刚则在采访中指出，尽管上市公司2009年业绩浪行情可能没有，但高送转行情仍然会有，特别是那些每股公积金、未分配利润比较高，总股本比较小的公司，高送转可能性较大。投资者应关注那些既有高送转可能性，同时又具备较好成长性的中小市值公司。唐永刚认为，自中小板成立以来，每年上市的公司都有丰厚的“红包”回报，投资者今年仍可持续关注。

点评



高送转股票始终是证券市场的一大热点，特别是在每年1～4月份——年报披露期间，这一现象尤为突出。而中小板上市公司，由于股本小、业绩好，因此股本扩张潜力巨大。对于此类公司，投资者可以保持高度关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章

关注开闸时间表

限售股

限售股是暂不能在股市中抛售的股票，其抛售受一定的时间限定及条件约束。这部分股票犹如被闸门截住的水，一旦闸门开启，有可能汹涌而出，对股价造成冲击。因此，投资者有必要了解闸门的开启时间以及开启条件。

限售股的来源大致有四种（见图6-1），其规模、持股成本以及流通时间与条件都有很大差异。

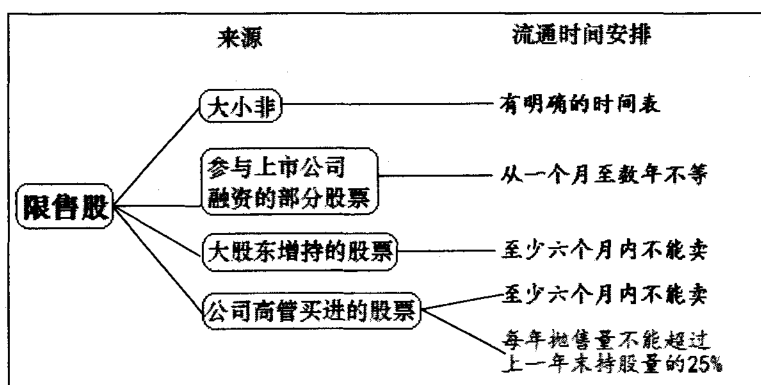


图6-1　限售股的来源

限售股规模

了解一家公司限售股的规模，最简单的办法是看年报。年报中的一个表格——股份变动情况表，将总股本分为限售股与流通股两大类。在限售股部分，统计了截至报告期末，上市公司限售股总量及占总股本比例（见图6-2）。通过这两个数据，投资者就可以最简要地了解限售股的规模。一般而言，限售股规模当然是越少越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1、股份变动情况表 单位：股

	本次变动前		本次变动增减（+，-）					本次变动后	
	数量	比例(%)	发行新股	送股	公积金转股	其他	小计	数量	比例(%)
一、有限售条件股份									
1、国家持股									
2、国有法人持股	78 112 342	24.72	46 867 404		78 112 342		124 979 746	203 092 088	24.86
3、其他内资持股									
4、外资持股									
有限售条件股份合计	78 112 342	24.72	46 867 404		78 112 342		124 979 746	203 092 088	24.86

限售股　限售股总量　占总股本比例

图6-2　上市公司限售股总量及比例

注：摘自华发股份2008年年报。

年报的另一张表格——前10名有限售条件股东持股数量及限售条件，披露了最大的10个限售股股东，所持有的限售股数量和可抛售时点（见表6-1）。虽然限售股股东可能并不只有10个，但一般而言，前10名的持股数量已经能够占到限售股总量的绝大部分。因此，仅看该表格，就可以对限售股情况有更为详细的了解。

表6-1　前十名有限售条件股东持股数量及限售条件　（单位：股）

序号	有限售条件股东名称	持有的有限售条件股份数量	有限售条件股份可上市交易情况		限售条件
			可上市交易时间	新增可上市交易股份数量	
1	辽宁方大集团实业有限公司	331 134 220	2011年5月15日	331 134 220	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起36个月内不得转让
2	中国银河投资管理有限公司	15 568 000	2009年7月4日	15 568 000	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

序号	有限售条件股东名称	持有的有限售条件股份数量	有限售条件股份可上市交易情况		限售条件
			可上市交易时间	新增可上市交易股份数量	
3	酒泉钢铁（集团）有限责任公司	15 000 000	2009年7月4日	15 000 000	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让
4	兵器财务有限责任公司	14 896 729	2009年7月4日	14 896 729	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让
5	中船重工财务有限责任公司	13 000 000	2009年7月4日	13 000 000	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让
6	江西省江信国际集团有限公司	12 400 000	2009年7月4日	12 400 000	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让
7	深圳市天寅投资有限公司	11 000 000	2009年7月4日	11 000 000	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让
8	硅谷天堂创业投资有限公司	11 000 000	2009年7月4日	11 000 000	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让
9	江苏瑞华投资发展有限公司	11 000 000	2009年7月4日	11 000 000	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让
10	北京新世界数字多媒体技术有限公司	11 000 000	2009年7月4日	11 000 000	根据非公开发行股票预案，认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让

大小非

限售股中的大部分是股改的产物，也被称为“大小非”（股改时，持量股占总股本大于等于5%的非流通股股东被称为大非，持股量占总股本小于5%的非流通股股东被称为小非）。

股改后，大小非虽有了流通权，但不能马上抛售，其流通有个时间表。由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于这部分股票数量庞大，持股成本极低，一旦流通后，很可能使抛盘突然加大，从而造成股价下跌。因此，投资者对这些股票的流通时间安排要高度关注。

要准确地了解大小非的流通时间，还是要通过上市公司披露过的《股权分置改革方案》，每一个方案中，都会以表格形式清晰列示出各股东所持股票的可上市流通时间（见表6-2）。

表6-2 有限售条件的股份可上市流通预计时间表

序号	股东名称	所持有限售条件的股份数量（股）	可上市流通时间
1	乐山市国有资产经营有限公司	47 710 733	G[①]+36个月后
2	四川省电力公司	32 817 563	G+36个月后
3	眉山市资产经营有限公司	18 412 226	G+12个月后
4	申银万国证券股份有限公司	2 254 594	G+12个月后
5	其余非流通股股东	7 791 274	G+12个月后

① G日为股权分置改革方案实施完成后第一个交易日。

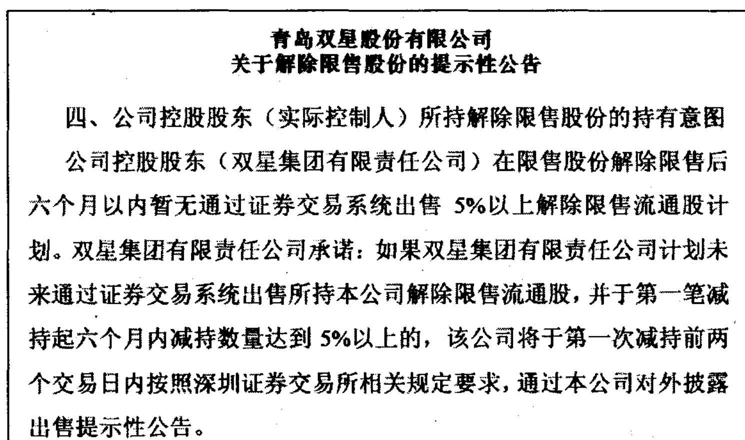
投资者需注意的是，允许抛售的时间点，并不是大小非实际抛售的时间点。按照规定，在深圳证券交易所上市的公司，其控股股东大量抛售股票前，会有预先的披露。

根据深交所的规定：上市公司控股股东、实际控制人如果计划在解除限售后六个月以内通过证券交易系统出售股份达到5%以上的，应在解除限售公告中披露拟出售的数量、时间、价格区间等；如果在限售股份解除限售后六个月以内暂无通过证券交易系统出售5%以上解除限售流通股计划的，则应承诺若计划未来出售解除限售流通股，并于第一笔减持起六个月内减持数量达到5%以上的，控股股东（或实际控制人）将于第一次减持前两个交易日内通过上市公司对外披露出售提示性公告（见图6-3）。

此外，为了防止上市公司大股东利用内幕信息抛售股票，深交所还规定：当上市公司控股股东或实际控制人最近一年被交易所公开谴责，或两次以上通报批评处分，或上市公司被实施退市风险警示等情形，控股股东、实际控制人拟通过证券交易系统出售股份的应在出售前两个交易日刊登提示性公告，就拟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出售的数量、时间、原因等事项说明。



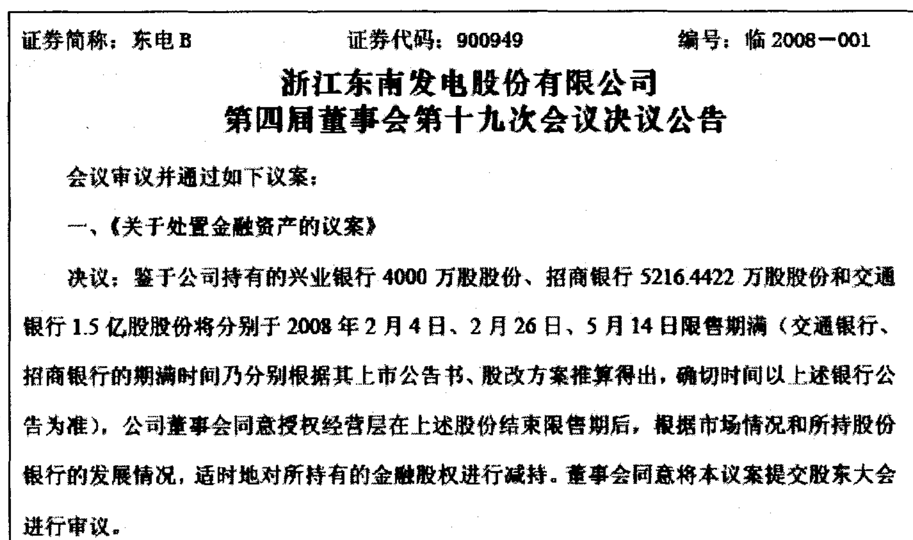
青岛双星股份有限公司
关于解除限售股份的提示性公告

四、公司控股股东（实际控制人）所持解除限售股份的持有意图

公司控股股东（双星集团有限责任公司）在限售股份解除限售后六个月以内暂无通过证券交易系统出售 5%以上解除限售流通股计划。双星集团有限责任公司承诺：如果双星集团有限责任公司计划未来通过证券交易系统出售所持本公司解除限售流通股，并于第一笔减持起六个月内减持数量达到 5%以上的，该公司将于第一次减持前两个交易日内按照深圳证券交易所相关规定要求，通过本公司对外披露出售提示性公告。

图6-3 解除限售股份的提示性公告

若上市公司的大小非中还有上市公司，这些上市公司在出售前也可能按照规定刊登相关公告（见图6-4）。



证券简称：东电 B　　证券代码：900949　　编号：临 2008—001

浙江东南发电股份有限公司
第四届董事会第十九次会议决议公告

会议审议并通过如下议案：

一、《关于处置金融资产的议案》

决议：鉴于公司持有的兴业银行 4000 万股股份、招商银行 5216.4422 万股股份和交通银行 1.5 亿股股份将分别于 2008 年 2 月 4 日、2 月 26 日、5 月 14 日限售期满（交通银行、招商银行的期满时间乃分别根据其上市公告书、股改方案推算得出，确切时间以上述银行公告为准），公司董事会同意授权经营层在上述股份结束限售期后，根据市场情况和所持股份银行的发展情况，适时地对所持有的金融股权进行减持。董事会同意将本议案提交股东大会进行审议。

图6-4 相关公告

按照交易所规定，上市公司拟出售资产所产生的利润达到上一年度净利润的10%以上时，经董事会批准后，公司应在两个工作日内公告。

鉴于大多数上市公司持有其他上市公司股票的成本价都很便宜，故而这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些公司在准备抛售股票前，都会刊登相关公告。

融资限售股

除了大小非外，数量最多的限售股，来自于上市公司的融资时所发行的部分股票（见图6-5）。

股票来源	锁定时间	锁定起始点
公开增发时向机构投资者配售部分	1个月	其他增发股票上市日
新股发行向机构投资者配售部分	3个月	新股上市首日
新股发行向战略投资者配售部分	12个月	新股上市首日
新股上市时，除控股股东外的其他原股东所持股票	12个月	新股上市首日
新股上市时，控股股东所持股票	36个月	新股上市首日
定向增发时，控股股东及战略投资者认购的股票	36个月	定向增发完成日
定向增发时，其余投资者认购的股票	12个月	定向增发完成日

图6-5 上市公司融资时产生的限售股

上市公司公开增发股票时，除了向社会投资者公开配售、向自己的股东优先配售外，还可能专门向机构投资者配售一部分股票。这部分股票，锁定期至少是一个月。锁定期的起始点，是其他增发的股票上市交易之日。

新股发行时，真正供普通投资者申购的股票只是一部分，其余股票还要向一些机构投资者进行配售。一些大盘股发行的时候，除了上述两类发行对象外，还会拿出一部分股票，专门向战略投资者配售（机构投资者与战略投资者的定义很烦琐，投资者没有必要掌握）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构投资者获得新股后，不能在上市首日抛售，而是要锁定3个月；向战略投资者配售的股票，锁定期比机构投资者还要长，达到12个月。

12个月的锁定期，除了针对于战略投资者，还针对上市公司在上市前的股东们。按照规定，除了上市公司控股股东所持股票外，其余上市前的股东所持股票，在上市后要锁定12个月。

从以上分析可以看出，由于战略投资者的持股锁定期与上市前的股东的持股锁定期重合，因此，一只新股上市后的第12个月期满之时，是比较危险的日子，投资者务必要加以小心。

对于新上市公司的控股股东，它所持有的股票锁定期更长，达到三年。锁定期也是从上市之日开始算起。可以想见，一旦三年到期，控股股东可能会抛售股票。而且，由于控股股东的持股量大，因此，届时抛盘可能更多，下跌幅度可能更大。

定向增发是从2006开始实施的一种上市公司再融资方式，简单而言，定向增发是指上市公司不公开发售新股，而是自己选择不超过10个投资者，向他们出售新股。

参与定向增发的投资者，有各不相同的锁定期。**如果上市公司的控股股东参与了定向增发，或者上市公司向战略投资者定向发行了股票，那么控股股东与战略投资者所获得的股票，其锁定期是36个月。在上述两类投资者之外，参与定向增发的投资者所持股票，锁定期是12个月。**因此，投资者对于这两个时间点，也要加以注意。

大股东增持

从2005年下半年开始，上市公司中出现了第一轮大股东增持上市公司股票的热潮，也就是大股东直接在二级市场买进自己所控股的上市公司的股票。

2008年第四季度，上市公司大股东，特别是国有上市公司大股东，又一次出现了增持上市公司股票的热潮。

按照规定，大股东增持的股票，在购买股票完成后，6个月内不能卖出。因此，6个月一过，又是一个非常重要的时间点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层持股

上市公司管理层所持股票的锁定期同样是六个月。除此之外，还有两条对抛售的限制性规定：一是每年抛售量不能超过上一年末持股量的25%；二是离职后六个月内，不得抛售股票。

两大要点

一、关注持股成本。锁定期结束后，解锁后的股票会不会大量抛售，一个主要依据，是要看持股人的持股成本与股价的差额都多大。一般来说，差额越大，抛售的动力就越大。至于持股人的持股成本具体是多少，都可以通过上市公司公告大致了解。

从实际情况看，向机构投资配售的新股、向战略投资者配售的新股、新上市公司原有股东的持股，以及大非、小非，这些股票的持股成本一般都会低于股价。因此，这些股票解锁后，股价下跌的可能性与空间都会比较大。

二、保持一定的提前量。很多情况下，锁定期结束的前几天，股票价格就会出现下跌。这是因为一些投资者判断锁定期结束后，股票会下跌，于是在锁定期结束前就抛售股票。因此，对投资者而言，更安全的做法，是在锁定期结束的前几天也抛售股票。

上海证券报　　2009年2月19日

辩证看待解禁“限售股”抛售

□作者　桂浩明

随着股市的上涨，解禁“限售股”在二级市场被卖出从而进入实际流通状态的现象也在不断增多。

无疑，大股东集中减持，在短时期内增加了股票的交易量，对相关股票的走势造成了不小的压力。一些投资者对此颇为不满，感到“限售股”问题对沪深股市运行的不利影响太大，所以也就不时发出要求进一步限制“限售股”流通的声音。客观上，这类声音又的确是得到了比较多的共鸣。

那么，到底怎样看待解禁“限售股”的这种抛售行为呢？应该承认，在股改中获得流通权的那些“限售”股，在达到了解禁所需的条件之后，其流通是无可非议的。只要符合操作规范，无论是在股市低迷的时候还是在股市高涨的时候减持，都是应该得到尊重的自主操作行为。在这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题上，二级市场的投资者必须正视现实，包括在操作相关股票时，理该充分考虑到其是否存在“限售”股的问题，并且实事求是地分析其所可能产生的影响。毕竟，中国的资本市场现在正在慢慢地走向全流通，对此，市场各方尤其是投资人必须对这一点有足够认识。

从维护市场稳定的角度来说，“限售股”在其股价低的时候抛出，对行情的冲击是比较小的，相反越是在高位减持，也就越不利于市场的稳定。前两年，中信证券股价在10来元的时候就有“限售股”股东减持，当时对市场的冲击几乎可以忽略不计，相反那时的减持还成为新的市场力量建仓的良好时机，为中信证券股价之后的大幅扬升乃至冲高到百元奠定了基础。去年底，海通证券部分“限售股”解禁，当时股价也很低，结果是大资金借机集中购买，直接引发了一波上涨行情，并且也可以说在某种程度上为后来两市的普涨做了铺垫。从这个意义上看，解禁“限售股”在市场处于低位时流通，也许并非坏事，特别是在市场正处于要开始走强的时候，可能还提供了一个促使大盘向上的契机，也就是产生了类似于“利空出尽是利多”的实际效果。

回到最初的话题上，解禁“限售股”的流通，究竟是好是坏，显然要辩证来看。而理性地说，在一定要减持的前提下，如果市场仍有上涨空间，那么此刻的减持对后市还是有利的，至少与在市场已经缺乏上涨空间时相比是这样。这实际上也是在压缩解禁“限售股”的套现收益。作为投资者，不妨就从这个角度出发，根据对大盘趋势和个股价值的判断，就解禁“限售股”流通做出客观分析，从而得出符合市场实际的结论，避免因为误判而影响市场操作。

点评



投资者一定要注意，限售股问题不能够成为分析上市公司基本面的主要关注点。正如文中所言，有时候大小非抛售限售股，恰恰是买到便宜股票的好机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章
该出手时就出手
汇金增持

2008年9月18日开始，以汇金公司为代表的“国家队”开始进场救市（见图7-1）。这样的救市方式，在中国证券市场中还是第一次，那么如何理解国家队进场，投资者又当如何看待由此而来的大股东增持热呢？

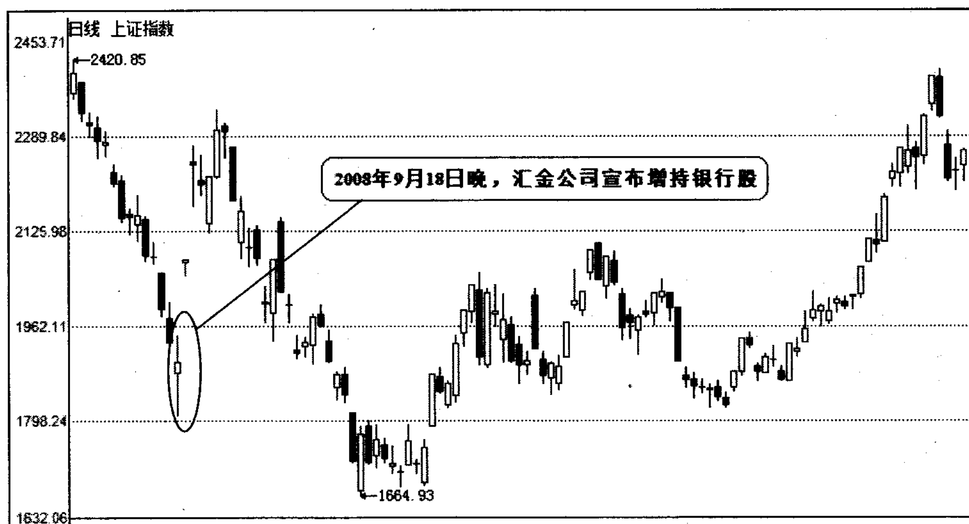


图7-1 汇金公司进场救市

中央汇金

可能一些投资者对救市先锋中央汇金比较陌生。这家成立于2003年的公司，职责是根据国务院授权，对国有重点金融企业进行股权投资（见表7-1），实现国有金融资产保值增值。中央汇金公司不开展其他任何商业性经营活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7-1 汇金持股的重点金融企业

企业	汇金持股比例(%)
中国银行	67.49
建设银行	59.12
工商银行	35.33
中国建银投资	100
中国银河金融控股	78.57
申银万国	37.23
国泰君安	21.28
光大银行	70.88
中国再保险集团	85.5

数据截至：2008年6月30日。

由于国务院国资委不管理金融企业，因此，中央汇金在一定程度上扮演着金融国资委的角色。这也就是为什么，2008年9月18日，汇金宣布开始增持三大银行股，而同一天，国资委也宣布支持央企增持上市公司股权。可以说，汇金与国资委是中国股市中名副其实的“国家队”，代表的是国家意志、政府意志。只不过汇金占到前台——直接持有上市公司股权，而国资委置于幕后——不直接持有上市公司股权。

指明方向

国家队入场的考虑因素，主要是希望提振A股投资者信心、稳定股市。而选择投资三大银行股，以及一些超级大盘股（如中国石油）的原因，也是因为这些上市公司在指数中所占权重比很大（见表7-2），由此下手，可以起到“四两拨千斤”的效果。

至于这些大盘股本身，在当时的价位是不是投资的最佳选择，并不是国家队首要考虑的问题。而且从实际效果看，截至2009年2月16日，国家队所增持股票的涨幅要低于同期指数涨幅（见表7-3）。考虑到这些公司在指数中所占权重，这就意味着，其他股票的涨幅要大大超过这些大盘股。这一点从大盘股较少的深证成指的涨幅中可以明显看出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7-2 超级大盘股

沪市总市值前四名	占沪市总市值比例（%）
中国石油	17.43
工商银行	10.79
建设银行	8.36
中国银行	7

注：以2009年2月17日收盘数据计算。

因此，对投资者来说，国家队入场的意义是指明大方向，而不是直接指明投资对象。如果简单跟随国家队的增持对象，并不一定是最佳选择。

表7-3 汇金持股公司的涨幅

持股公司	2008年9月18日收盘价(元)	2009年2月16日收盘价(元)	涨幅(%)
工商银行	3.44	4.10	19
建设银行	3.81	4.56	19.7
中国银行	3.05	3.56	16.7
中国石油	10.17	12.16	19.5
上证指数	1895	2389	26
深证成指	6563	8771	33.6

产业资本

相对而言，民营类上市公司的大股东增持，指向性更强，目的也更纯粹。因为这些公司的大股东没有国家背景，不必承担救市的社会责任。而且，其投入股市的真金白银也要更多地考虑实际效益。

从实际效果看（见表7-4），民营类上市公司大股东增持后，公司股价涨幅要好于那些央企超级大盘股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7-4 民营上市公司增持后的表现

	2008年9月18日收盘价(元)	2009年2月16日收盘价(元)	涨幅(%)
苏宁环球	5.14	8.52	66
金发科技	6.14	8.45	38
新大洲	3.16	4.63	46
美的电器	9.02	11.98	33
科达机电	6.23	13.25	112

与大股东的区别

虽然大股东增持，在一定程度上代表了大股东对于上市公司未来发展的信心，但投资者一定要清楚，大股东增持与普通投资者买股票有较大区别，这也会导致如果普通投资者完全追随大股东的脚步，则可能“东施效颦”。

一般来说，大股东并非财务投资者，而是产业投资者。他们不会指望依赖增持的那点股票“发财”，更不太在意股价短期内的波动，即使增持后，股价继续下跌，对大股东的影响也不大。而普通投资者则很难如大股东那般从容。

大股东增持主要是传递一种信号，并不是真的要用资金不惜代价去维系股价。据统计，自2008年6月至2009年2月，大股东入市资金不过百亿，这不过是一只普通基金的规模。虽然这种信号的作用不容忽视，但也不可高估。毕竟，决定市场整体起伏以及个股涨跌的因素有很多，**大股东的主观判断，只能作为投资参考，而并非关键依据。**

事实上，在海外证券市场中，大股东增持后，股价继续下跌的情况比比皆是。

如李嘉诚在2008年4月至9月期间，十几次增持长江实业，但增持后，股价仍然继续下跌（见图7-2）。

又如内地在港上市公司玖龙纸业的大股东，于2008年1月23日及24日连续增持51.5万股，每股价格在12.6港元左右，但公司股价却在此后呈自由落体状下挫，至2008年10月底，已跌至0.71元（见图7-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

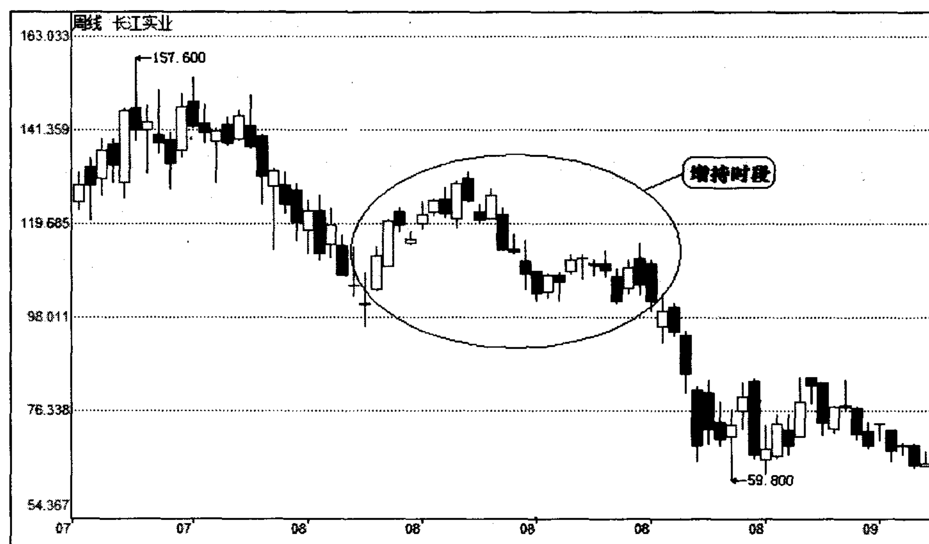


图7-2 长江实业K线图（周线）

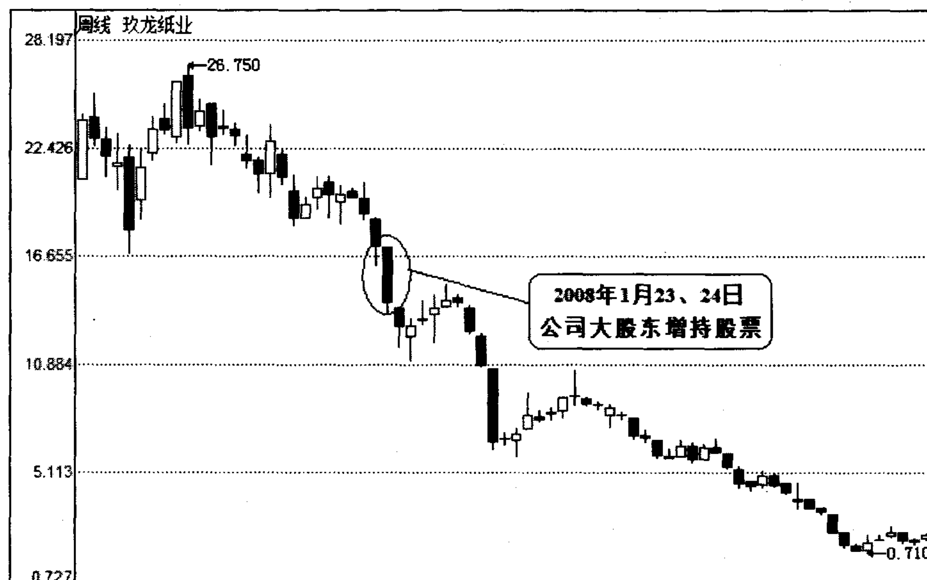


图7-3 玖龙纸业K线图（周线）

别有用心

在大股东增持热潮中，有一种现象投资者务必需要警惕。也就是增持并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非出于大股东对公司未来发展的信心，而是别有用心。比如，利用少量增持拉抬股价，掩护机构投资者或其他投资者撤退；再比如，公司在增发之时，利用增持拉抬股价，以期提升增发价格。

因此，投资者不能简单以大股东增持，替代对公司基本面的研究。投资者将增持现象的大量涌现作为判断大盘接近底部的重要标志，有其合理性。但对个股而言，在未通过基本面判明公司业绩将会出现快速增长之时，大股东增持最多只能作为短线交易性机会的判断依据之一。

金融投资报 2008年12月24日

大股东增持彰显A股投资价值

□作者 郑实

证监会日前公布的数据显示，9、10月份出现了增持股份超过减持股份数的情况。据WIND数据统计，自8月27日中国证监会有关增持的新办法发布以来，截至12月23日，已有231家上市公司披露其股东及高管从二级市场共发生有了436例增持行为，涉及股份数达10.6亿股。按增持期间的平均价计算，增持金额合计约71.42亿元。

大股东和高管的增持行动，不仅本身就是一个利好消息，而且改变了市场固有的对上市公司估值体系的判断。上海睿信投资管理公司董事长李振宁指出，被增持的上市公司主要有以下三种类型：一是大股东对公司未来发展有信心，认为目前股价已被低估；二是由于前期市场单边下跌，不少公司股价跌破拟定增发价，为确保增发顺利实施，大股东增持行为有利于提振投资者信心；三是出于对上市公司控股权的考虑，在股价低估之际增持上市公司股份进一步巩固控股地位。

较之一般的投资者，大股东和高管本身对上市公司盈利能力和运行机制相当了解。“如果没有投资价值，他们怎么会把真金白银投进去？”李振宁说。

对于充满周期恐惧，对市场无所适从的普通投资者来说，大股东充满勇气的增持行为，无疑对市场会产生积极的正面推动力。信贷危机不断恶性循环的重要原因，就是严重的信心危机，修复信心是稳定金融市场的必要步骤。

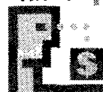
申银万国证券研究员蒋健蓉表示，大股东的增持为我们提供了对市场估值的长期信心，而且有利于上市公司估值体系的重新确立和稳定。她指出，透过历史的数据可以看到，实业投资者增持行为与市场底部具有一定的同步性。2005年中到2006年中，随着股票市场筑底回升，是实业投资者大量增持二级市场股票的阶段，黑色金属和公用事业是被增持的前两大行业；从2006年末到2008年初，随着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解禁股大量出现也伴随股票估值不断升高，实业投资者减持规模持续增加，其中大幅上涨的金融地产行业成为减持重点；2008年以来股票价格持续下跌，减持仍是主要方向，但规模有所缩小，化工、金融和有色等行业为减持重点；四季度以来，在政策推动下实业投资者的增持行为明显增加，黑色金属仍是首要增持行业。

民族证券资深分析师徐一钉认为，弱市中出现大股东的增持，实际上为市场增加了一个阶段性的买入预期，可以吸引市场其他资金入场，有效提振市场信心。同时，产业资本的积极增持，从另一个方面充分彰显了A股市场当前的投资价值。

点评



对待大股东增持，宜从大处着眼，而不是小处着手。也就是将增持热潮的出现，视为判断大盘见底的参考依据。至于具体的投资对象，还是根据自己的研究为准，不必盲从于某一个大股东的增持行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宏观环境篇

- 重要会议
- 保八
- 四万亿
- 次贷危机
- 奥巴马新政
- 货币供应量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

“档期”要心中有数

重要会议

影响股市的宏观面信息分两种：一种是政策信息；另一种是统计信息。简单说，政策面向未来，是对未来的规划、要求；而统计数据反映的是过去、是结果。

政策发布渠道又分为两类：一是会议；二是日常颁布的行政法规、文件。一般来说，会议注重谈方向、谈精神、谈大政方针，而行政法规、文件一般是会议精神与决议的具体落实。

相对于行政法规、文件的颁布时间，重要会议召开的频率与时间有规章可循，有规律可循（见表8-1）。投资者对此应心中有数，以便及时研究。

表8-1　重要会议

重要会议	频率
党代会	五年一次
中央全会	每年至少一次
中央经济工作会议	按惯例每年一次
两会	每年一次
国务院全体会议	原则上半年一次
国务院常务会议	原则上每周一次
全国金融工作会议	按惯例五年一次
全国证券期货监管会议	每年一次
国有资产监督管理工作会议	每年一次
全国发展和改革工作会议	每年一次
中国人民银行工作会议	每年一次
货币政策委员会会议	每季度一次

从实际情况看，会议规格越高，主题越宽泛，涉及面越广，对股市短期影响越弱，对股市长期影响就越强。相反，会议内容越窄越具体越细致，对股市短期影响就越大，对股市长期影响相对就越弱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

党代会

按照党章规定，党的全国代表大会每五年举行一次（见表8-2）。党代会上，总书记会代表中央委员会向大会作报告。报告内容涉及面很广，是阐述党治国理政的基本思想、理念、经验、政策，以及未来一个时期目标、工作部署的纲领性文献。可以说，除此之外的其他重要会议，以及颁布的政策、法规，在很大程度上，都是对这份报告内容的细化与落实。

表8-2 党代会及其重要议题

		与宏观经济直接相关的重要议题
中共十五大	1997年9月12～18日	**十五大报告**
十五届一中全会	1997年9月19	
十五届二中全会	1998年2月25～26日	
十五届三中全会	1998年10月12～14日	中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定
十五届四中全会	1999年9月19～22日	中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定
十五届五中全会	2000年10月9～11日	中共中央关于制定“十五”计划的建议 朱镕基：关于制定第十个五年计划建议的说明
十五届六中全会	2001年9月24～26日	
十五届七中全会	2002年11月3～5日	
中共十六大	2002年11月8～14日	**十六大报告**
十六届一中全会	2002年11月15	
十六届二中全会	2003年2月24～26日	
十六届三中全会	2003年10月11～14日	中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定
十六届四中全会	2004年9月16～19日	
十六届五中全会	2005年10月8～11日	中共中央关于制定“十一五”规划的建议 温家宝：关于制定第十一个五年规划建议的说明 关于推进社会主义新农村建设的若干意见
十六届六中全会	2006年10月8～11日	
十六届七中全会	2007年10月9～12日	
中共十七大	2007年10月15～21日	**十七大报告**
十七届一中全会	2007年10月22	
十七届二中全会	2008年2月25～27日	
十七届三中全会	2008年10月9～12日	中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于报告高屋建瓴、统领全局，因此对于投资者，特别是机构投资者来说，主要在自身发展规划、资金总体布局、重点研究领域、上市公司外部政策环境等大的方面，具有战略指导意义。

虽然一些研究机构、股评人士，依据报告的只言片语直接荐股，但投资者定要谨慎。投资股票不能从“虚”的理念出发，一步便落到“实”的买卖。没有更具体政策出台作保障，没有较明显的业绩增长迹象作支撑，一步到位的跨越是轻率与危险的。

此外，每一次党代会之前，市场中都会有传闻称，为配合会议顺利召开，管理层不允许市场下跌。且不论传闻真伪，仅从最近三次党代会召开时的市场表现看（见图8-1），这种说法的具体效果不攻自破。

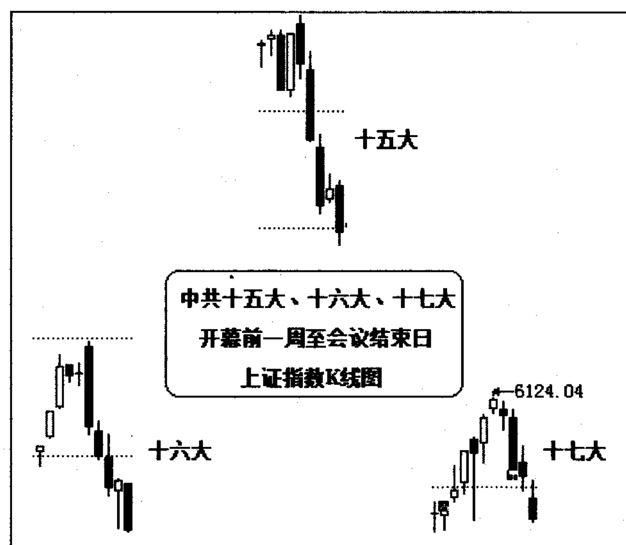


图8-1　党代会的召开与大盘走势

中央全会

根据党章规定，中央委员会全体会议（简称中央全会）每年至少举行一次。从实际情况看，每届中央委员会一般召开七次全会（见表8-2）。其中的五中全会上，都会出台中共中央关于下一个五年规划的建议，同时总理会对建议做出说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而国务院将根据这份建议，编制下一个五年的规划纲要（草案），提请来年全国人大审议批准后，颁布实施。一般来说，建议与最终批准的规划纲要，不会有大的出入。

这份建议的主要内容，是下一个五年中，全国经济社会发展的主要目标。目标中包含一些量化指标。比如，十一五规划建议中提出：实现2010年人均国内生产总值比2000年翻一番；单位国内生产总值能源消耗比“十五”期末降低20%左右。由于这些目标更加具体，因此，对投资者的指导意义更有针对性。

此外，中央全会上，还会通过与具体领域有关的决定、意见。如“中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定”、“关于推进社会主义新农村建设的若干意见”。这些决定与意见都会对相关领域未来政策走向发挥重要影响。

中央经济工作会议

按照惯例，中央经济工作会议每年召开一次，时间一般在每年的11月底或12月初（见表8-3）。它是判断当期经济形势，以及第二年宏观经济政策走向的级别最高，也是最权威的经济工作会议，也是需要投资者引起高度重视的会议。

表8-3 中央经济工作会议

2008年中央经济工作会议	12月8～10日
2007年中央经济工作会议	12月3～5日
2006年中央经济工作会议	12月5～7日
2005年中央经济工作会议	11月29～12月1日
2004年中央经济工作会议	12月3～5日

与党代会、中央全会侧重战略、侧重长远不同，中央经济工作会议的内容重在战术、重在近期。会议召开时间，恰好处于承前启后之时，当年各项工作完成情况，已可以大致把握，来年的经济形势也能较为准确地判断。因此，会议的内容更有针对性，也更加具体、更加结合实际。

一般来说，中央经济工作会议确定来年经济大政方针后，国家各大部委都会分别召开工作会议，制订相应的政策与计划。而来年向全国人民代表大会提交的国务院政府工作报告中的部分内容，在很大程度上，也会依据中央经济工作会议的精神。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两会

两会是全国人民代表大会和全国政协会议的简称。一般每年3月初先后召开（见表8-4）。对投资者来说，两会看点一般有三个：总理所作的政府工作报告、发改委所作的国民经济和社会发展计划草案的报告，财政部所作的中央和地方预算草案的报告。上述三个报告，都涉及当年经济工作的具体目标、措施、工作重点。

表8-4 两会的召开时间

	召开时间
2008年两会	3月3～18日
2007年两会	3月3～16日
2006年两会	3月3～14日
2005年两会	3月3～14日
2004年两会	3月3～14日

与党代会一样，两会召开时，市场中一般也会有传闻，认为股市不会下跌，但从几年实际情况看（见图8-2），这种传闻的实际效果同样不值一提。

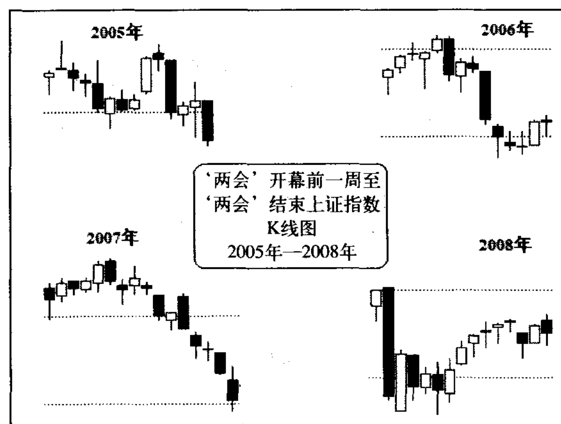


图8-2 两会与大盘走势

国务院会议

根据《国务院工作规则》，国务院会议分为国务院全体会议与国务院常务会议。全体会议一般每半年一次，而常务会议一般每周一次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国务院会议属于国家最高行政会议。会议内容、决定的重要事项以及审议的行政法规，内容很实，都与具体工作直接相关。特别是国务院常务会议，其内容一般都直接关系人民群众的日常生活，直接关系企业经营生产的政策环境。如四万亿政策、金融三十条、十大产业振兴规划这样实实在在的重要举措，都是在国务院常务会议上通过并发布的，而这些政策无一例外，都会对市场短期走势产生重要影响（见图8-3）。

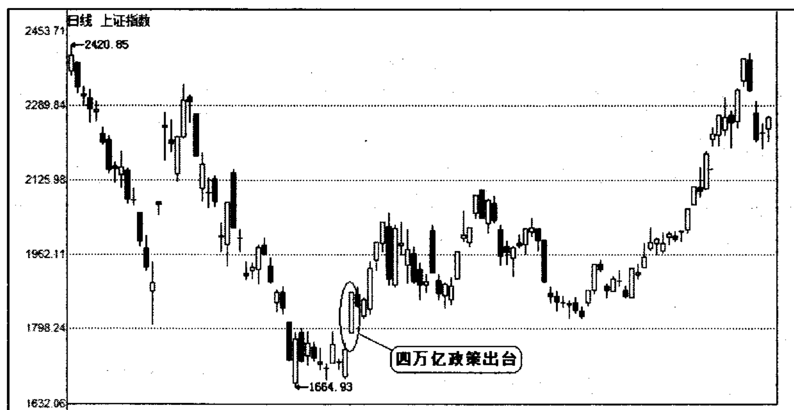


图8-3 国务院会议与大盘走势

投资者可以在中国政府网（www.gov.cn）查询到以往国务院常务会议的记录，以及历年中央经济工作会议的记录（见图8-4），这是梳理政策面走向非常实用的数据库。

国务院常务会议（2009年）

中央政府门户网站 www.gov.cn 2009年01月09日 来源：中央政府门户网站

2009年

时间	主要内容
2009-02-19	审议并原则通过轻工业和石化产业调整振兴规划，决定进一步加大“家电下乡”政策实施力度。>>>
2009-02-18	审议并原则通过电子信息产业调整振兴规划和西藏生态安全屏障保护与建设规划。>>>
2009-02-11	审议并原则通过船舶工业调整振兴规划和《中华人民共和国抗旱条例（草案）》，听取2010年上海世界博览会筹办情况汇报。>>>
2009-02-04	审议并原则通过纺织工业和装备制造业调整振兴规划。>>>
2009-01-21	审议并原则通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009－2011年深化医药卫生体制改革实施方案》。>>>
2009-01-14	审议并原则通过汽车产业和钢铁产业调整振兴规划。>>>
2009-01-07	部署做好高校毕业生就业工作。>>>

2008年 2007年 2006年 2005年 2004年 2003年

历年中央经济工作会议 历年国务院全体会议

图8-4 国务院常务会议记录

注：摘自中国政府网。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国金融工作会议

按照惯例，全国金融工作会议每五年召开一次（见表8-5）。会议主要对未来一段时期，全国金融工作（包括银行、证券、保险等）的工作重点、目标提出框架性要求。无论是党代会、中央全会、两会，乃至中央经济工作会议，金融工作的内容，只是其中的一小部分。只有全国金融工作会议是专门针对金融领域召开的专题会议，因此，会议内容更加具体、针对性更强。

表8-5 全国金融会议

第一次全国金融工作会议	1997年11月17～19日
第二次全国金融工作会议	2002年2月5～7日
第三次全国金融工作会议	2007年1月19～20日

部门会议

每年年底或年初，在中央经济工作会议召开后，各有关部门都会召开年度工作会议。与投资者密切相关的是全国证券期货监管工作会议（证监会）、国有资产监督管理工作会议（国资委）、全国发展和改革工作会议（发改委）、中国人民银行工作会议（央行）。这些会议主要是对中央经济工作会议精神在各自领域的细化与落实，对新一年工作重点做出具体部署。

与证券市场直接相关的是全国证券期货监管工作会议（见表8-6）。每次会议上，证监会主席都会对新的一年中，证券市场的工作重点，提出非常具体的要求，投资者对此务必高度关注，

表8-6 全国证券期货监管工作会议

2009年全国证券期货监管工作会议	2009年1月13～14日
2008年全国证券期货监管工作会议	2008年1月16～17日
2007年全国证券期货监管工作会议	2007年1月20～21日

货币政策委员会是央行制定货币政策的咨询议事机构，其职责是在综合分析宏观经济形势的基础上，依据国家宏观调控目标，讨论货币政策的制定和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整。按照规定，货币政策委员会在每季度的第一个月份中旬召开例会。**由于货币政策将直接影响股市的资金面，因此，每次例会公布的货币政策动向，都是预判股市资金面的重要参考依据。**

三大要点

第一，会议颁布的文件、决议，内容相对笼统，措词概括严谨，一些新变化、新提法、新精神，普通投资者仅靠自己，往往无法准确把握内涵。因此，最好是借助各类专家的解读。一般来说，各大券商都会在第一时间推出相关研究报告，这些报告主要从证券市场的角度看问题，因此，贴近性更强，更值得投资者关注。

第二，除了一些针对性极强或非常具体的政策，一般来说，会议内容不能直接指导具体投资，其更大的作用在于引导投资者的关注点，任何一项政策的最终实施效果，都需要相关的统计信息或者上市公司公告信息进行印证。更何况，很多会议精神，随着宏观环境变化，也会发生相应改变，因此，投资者要耐心观察，不必仓促。

第三，每年的会议很多，隔了一段时间，投资者很可能就忘记了之前重要会议的内容。而有时候回过头看看以前的会议内容，并与之后的实际情况相对照，很可能会有新的发现。

光大证券宏观策略部报告 2008年12月11日

中央经济工作会议对股票市场影响点评

□作者 穆启国

中央经济工作会议确认了保增长的政策基调。保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务，整体政策环境对于下行经济周期有减缓作用。

我们关注的内容是基于此次会议与此前市场预期相关之处，主要体现在如下几个方面：

符合预期之一：实施积极的财政政策投资方向基本上和四万亿投资方向类似，主要集中在基础建设、灾后重建、保障性住房、农村基础建设、环保等方面。涉及的建材、铁路建设基本上是2009年的确定需求。尤其是在"两高一资"行业受限的情况下，供给难以释放。

符合预期之二：推进经济结构战略性调整。尽管产业结构升级、经济结构调整都是符合我们长远利益的，但是短期内，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面临产能过剩、需求下降，新订单下降的情况下，企业产业结构升级的动力不足。

符合预期之三：保持汇率稳定。尽管人民币汇率前两周出现了大幅回调，但是市场也预期人民币并没有进入贬值趋势。这种情况下除非美欧等经济体实现复苏，否则难以有显著的投资机会。

超预期之一：重提房地产业支柱产业作用。要把满足居民合理改善居住条件愿望和发挥房地产业支柱产业作用结合起来，增加保障性住房供给，减轻居民合理购买自住普通商品住房负担，发挥房地产在扩大内需中的积极作用。

超预期之二：保障农产品有效供给、促进农民持续增收。大力促进农民消费，稳定发展住房消费和汽车消费，着力发展服务消费和旅游消费，不断增强最终消费能力。政策主要利好于农业和家电等农村消费升级品。

低于预期的方面：灵活审慎意味着政府相机抉择，说明目前政府处于政策效果的观察期。与此前“出手要快，出拳要重，措施要准，工作要实”相比，经济会议中“要继续实施灵活审慎的宏观经济政策，核心是提高宏观调控的应变能力和实际效果，要切实增强调控的预见性、针对性，努力提高调控的科学性、实效性”也表现了主要是对前期过激的修正。

整体结论：对于股票市场来说，超预期政策出台预期回落，可能受恶化经济数据的冲击。目前反弹逐渐进入后半场，力度会逐步减弱。对于建材、农业、房地产、家电等可能伴随政策的预期，有相对较好的表现。

点评



研判重要会议中出台的文件、政策对证券市场的影响，是一件相对细致、专业的工作，普通投资者最好多看看各方面专家的解读，并相互对照参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章
中国的“营业收入”
保八

“保八”是2009年最流行的词汇之一，它是指中央政府要力保2009年GDP同比增幅不低于8%。那为什么要保八呢？保八与股市投资又有什么关系呢？

GDP

理解保八，先要了解GDP的概念。GDP是国内生产总值的英文简写，教科书给它下的定义是：一年当中一国生产的最终产品和提供劳务的总值。

这个定义中，值得注意的概念是最终产品，最终产品是相对于中间产品而言的。中间产品可以认为是一种原材料产品，是用于生产最终产品的。比如说，做衣服用的布就是中间产品，而衣服就是最终产品。

如果觉得GDP还是难以领会，有一个更简单的办法。我们可以把每个国家都视为一家上市公司，GDP就是上市公司的年度营业收入。所谓保八，也就是要力争中国这家公司2009年的营业收入同比增幅不低于8%。

营业收入

国际上，一般将GDP同比增幅作为衡量一个国家经济发展速度的指标。既然我们将GDP视为营业收入，那么以营业收入同比增幅衡量一家公司的发展速度，是不是合理呢？

有一定的合理之处。营业收入同比增幅，在一定程度上的确能够反映一家公司的发展速度。从普遍规律来看，上市公司营业收入同比增长，特别是大幅增长，往往意味着公司的净利润会大幅增长。

但最终考量上市公司发展速度的数据，还是净利润增幅，虽然营业收入与净利润之间存在正相关性，但营业收入毕竟无法替代净利润，作为最终衡量数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的合理性（公司存在的目的，是赚取利润，而不是创造营业收入。对于国家来说，提高GDP也不是最终目的，利用赚来的钱，提高人民的生活水平才是关键所在）。

既然如此，为什么不使用净利润同比增幅这一指标呢？关键在于，统计营业收入数据的便利性与可操作性，远远超过了净利润。对一家公司来说，营业收入的统计是很简单的，只要查一查销售合同就可以了；但计算净利润，其工作量与工作难度，同前者相比，可就有天壤之别了，其中包括要计算各种成本、费用、支出等数据。

核算一家公司的净利润尚且并非易事，那么核算一个国家的净利润就更是无法完成的任务了。正因为如此，考虑到可操作性，GDP增幅也就是营业收入增幅，便成为了国际上衡量一国经济发展速度的最重要的指标。

中国公司的特点

刚才说了，单纯以营业收入（GDP）评价一个国家，是与现实情况妥协的结果。因此，我们不能忽视这种评价模式的天然缺陷——片面强调规模，忽视效益。虽然缺乏统计利润规模的指标，但我们应该对一个国家营业收入（GDP）中，利润的含金量大致有一个清醒的认识。

中国这家公司的现实是：很多产品处于产业链中的低端，生意做得不小，但产品附加值低，利润率不高。

我们以深康佳与莱宝高科的数据对比为例子（见表9-1），看一看产业链中低端与高端的差别。

深康佳主营产品是彩电，但中国的彩电制造商，由于没有掌握产品的核心零部件，普遍成为“组装公司”，这类公司的特点是营业收入做得大，但利润却很低。深康佳2007年营业总收入达到了121.7亿元，但营业总成本也同样达到了119.3亿元，说明这是一个大进大出的企业，企业自身在生产过程中创造的附加值并不高，公司年销售彩电在1000万台左右（券商研究报告中的数字），营业利润不过2.47亿元，这样算下来，生产每台彩电只能挣25块钱（该公司还有其他产品，因为产量较小，在此忽略不计）。更何况，这2.47亿元是由18 468名员工创造的，分摊在每名员工身上，创造的营业利润只有1.3万元。总的来看，深康佳是在挣辛苦钱，日子过得挺紧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表9-1 深康佳与莱宝高科 （单位：亿元）

合并利润表简明会计科目 2007年1～12月	深康佳	莱宝高科
一、营业总收入	121.7	5.65
二、营业总成本	119.3	3
其中：营业成本	98	2.61
营业税金及附加	0.03	0.012
销售费用	15.9	0.14
管理费用	4.18	0.39
财务费用	0.4	−0.18
资产减值损失	0.72	0.017
三、营业利润	2.47	2.65
四、利润总额	2.48	2.71
减：所得税费用	0.34	0.4
五、净利润	2.14	2.31
员工总数（截至2007年底）	18 468人	897人

再来看看莱宝高科，其产品主要是液晶彩电中的核心零部件，包括显示材料、导电玻璃和彩色滤光片。公司业务做得并不大，营业总收入不过5.56亿元，但由于自身技术能力强，在生产过程中，创造了高附加值。因此，区区5.56亿元的营业收入中，就产生了2.65亿元的营业利润，比深康佳还高一些。而莱宝高科的员工总数不过897人，人均创造的营业利润达到29.5万元，是深康佳的23倍。比较下来，莱宝高科虽然规模不大，但钱赚得容易，日子挺滋润。

深康佳这样的公司绝非个案，统计中国消费电子行业本土的前30家公司（包括联想、TCL、格力、美的、长虹、海尔、海信、康佳等公司），2007年营业收入总额3547亿元，创造净利润总额为98.8亿元。而美国苹果公司同样处于消费电子行业，但凭借强大的技术研发能力、品牌推广能力，2007年度这一家公司创造的净利润达到35亿美元，约合人民币245亿元。苹果一家公司赚的钱，就远远超过了中国同行业公司前30名的总额。

其实中国这家大公司的身上，就有类似国内消费电子行业的特点，营业收入（GDP）并不低，但创造的利润却不高，加之员工众多（人口多），日子过得并不宽裕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

薄利必须多销

对一家公司来说，当其处于产业链低端，产品利润率不高时，若想保持稳定快速发展，最重要也是比较现实的出路，就是扩大营业收入的规模，也就是说薄利必须多销。

而且，营业收入的增长必须要保证一定的速度，只有做到这一点，才能消化不断增长的，上下游公司对自身利润空间的挤压，才能消化人工成本提高的不利因素，从而实现净利润的提高，虽然净利润提高的比例很可能低于营业收入增长的比例。

更关键的是，一旦营业收入的增速降低，那么其结果，已经不是净利润增长慢，而是净利润要降低，甚至亏损了。我们仍以2007年上市公司的表现为例，该年度营业收入增幅低于8%的上市公司中，净利润增长的公司有82家，净利润下降的公司有78家，亏损公司达到35家。

由此不难看出，营业收入在低速增长时，并不能保证企业的净利润得到提高，当企业的产品利润率很低时，这一现象尤其明显。

事实上，中国这家公司也或多或少处于这样的状态，由于在国际产业链的分工中，处于低端，只有营业收入（GDP）保持一定的增速，才可能消化上下游对其利润的剥蚀，才可能吸收更多的员工（解决就业问题），才可能有实力保障员工的福利（国民的收入、教育、医疗、养老等问题）。正是在这个意义上，中国这家公司的管理层（中央政府）提出了“保八”的目标。

中国经济的浓缩版

截至2009年2月，A股上市公司已经达到1602家，从规模看，A股公司的营业收入已经占中国GDP的40%左右，可以说A股上市公司已经成为中国经济的浓缩版。

从最近几年的表现来看，A股上市公司的营业收入总额年增长率都在20%以上（见表9-2），而GDP增速除2008年外，也都保持在11%以上，如果2009年GDP增速回落至8%，那么2009年A股公司营业收入增速很可能也将明显下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表9-2 A股公司与中国GDP

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
A股上市公司营业收入同比增幅	21.4%	22.03%	25.2%	25%	?
中国GDP同比增幅	10.4%	11.6%	13%	9%	保八

注：A股公司2008年数据为前三季度数据。

假如A股公司营业收入的增速降至20%，那么会出现什么情况呢？从2007年的情况来看，营业收入增速低于20%的775家公司中,有398家公司营业利润同比出现下降，也就是说，一半多的公司利润同比下降了。从2005年的情况看，当营业收入同比增幅为21.04%的时候，上市公司整体净利润更是同比下降了8%。

历史数据告诉我们，一旦A股公司2009年总的营业收入无法保持高增长，很可能会有一大批公司出现净利润下降，甚至亏损的情况。

GDP与大盘一致吗

GDP增速的变化（见图9-1），反映了一个国家整体经济发展繁荣或者衰退。虽然与股市大盘的变化不能做到亦步亦趋，但从长期看，基本的大方向还是一致的。

从表9-3可以看出，2007年第二季度结束时，GDP同比增幅达到了11.9%，之后，GDP的增速便开始逐季回落。现在回过头看，当2007年10月25日，公布第三季度数据时，大盘也恰好在10天前触到了上一轮牛市的最高点——6124点。

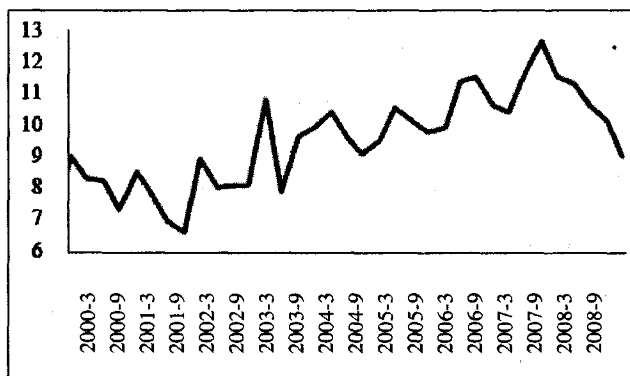


图9-1 季度GDP同比增速（单位：%）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表9-3 GDP同比增幅

时间（年初至季度结束）	2007年				2008年			
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	四季度
中国GDP同比增幅（%）	11.1	11.9	11.5	11.2	10.6	10.4	9.9	9

注：表中数据为中国国家统计局颁布的未经最终调整的数据。

股市也会影响宏观经济

不论从中国，还是从国外的经验看，一个国家的政府不会对长期的熊市置之不理，特别是当投资者占人口比例越来越多时，则更是如此。

社会稳定当然是要考虑的重要因素，而另一个因素也很重要，就是长期的熊市会影响宏观经济的发展。有统计说明，按投资法测算的结果显示，股市每下跌一个百分点，GDP会下跌0.07个百分点。

因为股市下跌一方面会导致企业融资额减少，从而影响投资；另一方面也会影响消费者信心，由于股民财富的缩水，其消费的欲望将降低。航空、住宅、汽车等一大批行业将因此受到影响。这样一来，宏观经济势必会更加趋于紧张。

因此，当股市长期低迷之时，各国政府往往会出台一系列政策，如降低印花税、扩大国外投资者投资渠道等，以图振兴股市。

巴菲特眼中的GDP

GDP与证券市场的关系，还可以看一个比值，也就是沪深两个证券市场的总市值与GDP的比率。这一比值，一般称其为——证券化率。它是衡量一个国家证券市场发展程度的重要指标，同时也是衡量股市投资价值的重要参考指标。

巴菲特认为，虽然证券化率作为分析工具有其局限性，但是，如果只选择一个指标，来判断任何时刻市场的估值水平，则它可能是最好的指标……当该比值上升到前所未有的水准时，就应当被视为一个严重的警号。

巴菲特说，就美国市场而言，如果证券化率降到70%～80%的区间，就比较适合买入。如果证券化率逼近200%时你再买入，就是在玩火了。

巴菲特这样说，的确是有一定的事实依据，美国股市在2000年崩盘的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，上市公司总市值约占GDP的190%，日本1990年初股市崩溃的时候，上市公司总市值也占到其GDP的180%。

49%是不是低点

完全参照巴菲特的标准衡量A股情况，很可能会有偏差。因为发达国家证券市场发展多年，多数大公司都已经上市。而中国的情况是：还有一批大公司，特别是央企没有上市，或者没有整体上市。因此，利用中国的证券化率去衡量市场的整体估值水平时，应该考虑到证券化率被低估这一因素。

2007年10月16日,上证指数创下了6124点的历史高点。这一天收盘后，沪深两市总市值达到35.6万亿元，而2006年，中国GDP总量是21.2万亿元。此时，中国的证券化率达到168%，即使不考虑证券化率被低估的因素，168%似乎也已经逼进了巴菲特所认为的高点。

2008年12月31日，沪深两市总市值为12.1万亿元。而2007年，我国的GDP是24.9万亿元，此时的证券化率为49%。此时的证券化率似乎这回落至合理的投资区间。

这里提醒一下投资者，计算沪深两市总市值，只要上网看一下就可以了，上海证券交易所（http://www.sse.com.cn）、深圳证券交易所（http://www.szse.cn）每天都会在自己网站的首页，公布各自市场的总市值（见图9-2）。

上海证券交易所

公告与提示 行情与交易 指数与证券 服务与支持 研究与出版 市场指南 关于本所

热点动态 上证所公告 - 上市公司公告 - 市场交易提示 - 交易公开信息

关于执行《上市公司收购管理办法》等有关规定具体事项的通知

2009-02-02

各上市公司、相关股东：为进一步规范投资者买卖上市公司股份，特别是持有上市公司限售存量股份股东的交易行为，根据《证券法》、《上市公司收购管理办法》、《上海证券交易所股票上市规则》等规定，现就具体执行相关规定的有关事项通知如下。一、投资者及其一致行动人通过本所竞价交易系统或者大宗交易系统买卖上市公司股份的…详情

市场概况 2009-02-12

上市公司:	864	家
上市证券:	1183	只
上市股票:	908	只
总股本:	15426.03	亿
总流通股本:	5017.55	亿
总市值:	120265.3	亿
总流通市值:	43177.01	亿
平均市盈率:	18.34	倍

图9-2 上交所网站首页截屏图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券市场周刊 2009年1月10日

政策保八解近忧

□作者 哈继铭

发达国家经济在2009年将非常低迷，2010年有望微弱复苏，但经济增长仍然将在较长时间显著低于潜在增长率。在信贷危机的背景下，货币政策难以通过金融中介传导至资金需求的终端，因此，财政刺激将是发达国家提振经济的唯一出路。

这给新兴市场的中国提出了比1998年更严峻的挑战。1998年金融危机局限于亚洲，而本次全球性的金融危机直接发生于中国的最主要出口市场美国和欧洲，中国主要出口目的地的加权平均经济增速将低于1998年。

与此同时，中国政府基建投资的“乘数效应”也远逊于10年前。我们可以看到，当时基础设施薄弱，很多项目的经济和社会回报率较高，能撬动社会资金参与。而且当年政府启动房改，使基础设施投资得以带动大量私人资金开发房地产。但如今基础设施较为饱和，房地产也开始下滑，政府投资的“乘数效应”已经今不如昔。

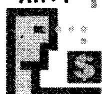
外需和内需迅速下滑挑战着中国“保八”目标，也加大了通缩风险。我们预计，外部环境和国内投资需求将经历数年时间的调整方可见底。首先，2009年欧美经济全线衰退，是外需最差的一年，2010年仍将低于趋势增长，不会大幅反弹，且2009年的订单恶化将影响到中国2010年的出口完成情况。其次，中国出口制造业和房地产投资经历了多年扩张后，刚开始收缩，过剩产能和房屋库存的消化需要数年时间。我们预计， 2009年中国经济增速将会降至7.3%～8%（考虑已经出台的政策）。

因此，中国政府将把经济较快平稳增长作为首要任务。为了“保八”，中国可能继续出台刺激政策，包括通过刺激购房需求、缓解开发商资金压力扶持房地产业。

全球经济的长期前景还面临着两座大山的双重打击：高负债与人口结构老化。最近各国救市和经济刺激措施多数需要发债，从而导致政府债务迅速上升，各国政府未来可能需要以税偿债，这将对经济增长产生负面影响。此外，全球劳动年龄人口比率将在2010年左右见顶回落，这意味着未来纳税人数比率下降，但需承担的税负却会增加，将进一步削弱经济增长潜力，可谓“父债子还子难还”，因此，中国面临的外围经济环境难以恢复到过去10年的繁荣局面。

此外，尽管中国政府负债率较低，但人口红利也将在2015年左右开始衰竭，低端产品的出口竞争力也将面临挑战，亟须转变经济增长模式（由出口导向型转为内需推动型），提升产业结构。因此，中国在采取反周期政策以解近忧的同时，更重要的是继续深化改革以应对远虑，包括建立健全社保体系，改革医疗和教育制度，改革土地和户籍制度，尽快实现能源和资源价格的科学定价和税收改革。

点评



保八虽然是经济指标，但在很大程度上，却是政治任务。保八的背后，是保就业，保民生，保社会稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章
理想与现实的差距
四万亿

“四万亿”已经成为全球经济危机下，我国一系列应对措施的代名词。那么以四万亿为代表的系列举措，将给中国经济带来什么样的影响？投资者又应当如何应对呢？

消费是根本

经济学家常说，拉动经济增长靠三驾马车（出口、投资、消费）。其实这三驾马车中，消费是根本。

为什么这么说呢？因为消费的实际意义是说明，企业生产的产品、提供的服务，得到了市场认可。如果企业生产出的产品没有被消费，则说明这个生产是无效生产。更重要的一点在于，只有通过消费，资金才能从消费方回流到生产方，企业的生产才能盈利，才能形成“生产——消费——再生产”这样一个良性循环，才能使经济增长可持续。出口实际上是别国的消费，我们能将产品出口到美国，是因为美国消费者的需要与拉动。

至于投资，相对复杂一些，主要包括企业投资与政府投资，而四万亿就属于政府投资。比如说，政府用财政支出修建一条铁路，修筑过程中，需要大量钢材、水泥、工程机械，这些需求对当时的经济增长的确有拉动作用。但问题在于，铁路修好之后，能不能产生效益。这个效益主要从两方面考虑，首先要看铁路自身运营能不能实现盈利(或者说能不能被足够多的乘客的消费所拉动)，而且这个盈利能够逐步抵偿当初的投资。如果可以，则说明这个投资同样形成了良性循环，投资出去的钱能够收回从而投入下一个项目。如果铁路不能实现盈利，则要看铁路的修建是不是促进了途径地经济的繁荣，经济繁荣了（经济繁荣的背后，其实也是生产——消费——再生产链条的良性运转），税收提高了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财政收入增加了，同样能够形成良性循环。但如果无法形成这种良性循环，则说明这种投资对经济增长的拉动是一次性的，或者说是缺乏效率的。

当然，也有一些投资是纯公益性，如修建博物馆、绿化、图书馆，但此类投资在全社会投资中所占比例并不大。

四万亿

最近几年以来，出口对中国经济增长的拉动作用，在三驾马车中可谓一枝独秀，主要表现在中国的外贸依存度（进出口总额占GDP比重）逐年提高，出口额年增长率大大超过GDP增长率。但由于全球经济危机的影响，国外消费需求大幅下降，至2009年1月份，我国出口额同比下降明显。也就是说，出口对于GDP的拉动效应已经为负（见表10-1）。

表10-1 出口与GDP增长

主要指标	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年1月
出口同比增长率	35.4%	28.4%	27.2%	25.7%	17.3%	−17.5%
GDP同比增长率	10.1%	10.4%	11.6%	13%	9%	—

因此，为了保证中国经济增长，必须依赖于加大政府投资力度（经济危机下，市场需求萎缩，企业普遍缺乏投资意愿）、刺激消费。其中，“四万亿”属于政府投资（见表10-2），而提高个人所得税起征点、降低购房、购车的税费以及加强社会保障制度等措施旨在刺激消费。

表10-2 四万亿投资构成

四万亿投资构成	铁路、公路、机场和城乡电网	1.8万亿
	地震灾区重建	1万亿
	农村民生工程及基础设施	3700亿
	生态环境	3500亿
	保障性安居工程	2800亿
	自主创新结构调整	1600亿
	医疗卫生和文化教育事业	400亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的可持续性

大规模投资在短期内，对中国经济的刺激作用，肯定会产生明显效果。但所谓明显效果，是指在全球主要经济体普遍大幅下滑的背景下，投资能够稳住GDP下滑幅度，而并非重回两位数增长。

对投资者来说，直接受益于四万亿投资的行业有：交通运输、电气设备、钢铁、建材、工程机械等行业。但投资者也要明白，直接受益，并不是说此类上市公司的利润会因此而增长。很大程度上，四万亿的作用是替代那些萎缩的市场。

真正值得忧虑的，是投资的可持续性。以各大城市纷纷上马的地铁项目为例。在全国地铁中，上海地铁线路的利用率是最高的之一，票价也是最高。但即使如此，也仅仅能够维持地铁运营以及偿还银行贷款利息，偿还贷款本金则需要财政支持。刚才讲了，投资的可持续性，有赖于投资项目是否能够产生好的效益，如果做不到这一点，大规模投资就缺乏可持续性。

从四万亿的投向来看，真正能够在短期内产生明显效益的项目并不多，一旦这些项目建成，无法形成可持续的运营，就会在未来形成巨大的财政包袱或者银行坏账。

对受益的上市公司而言，虽然暂时保证了市场，但如此大规模的固定资产投资，事实上也是在透支未来的市场空间。要知道，这些投资项目中，很多属于未来五年甚至十年规划中的项目，只不过现在提前实施。一旦投资热潮过去，这些上市公司的市场很可能面临增长乏力的问题。

消费能力

再看刺激消费。虽然一直有媒体说，中国的储蓄率（储蓄占收入的比例）世界第一，消费潜力大。但事实上，储蓄率高的背后，其实是收入低、社会保障能力低。大家都知道，中国这么多年的发展得益于劳动力成本优势，而劳动力成本优势，说到底就是职工收入低。

那么中国居民的消费潜力如何呢？据央行披露的信息，截至2008年底，中国居民储蓄总额达到21万亿元。总额是不少，但摊到13亿人头上，人均不过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.6万元。如果是三口之家，人均家庭存款也只有4.8万元。以目前的物价水平，家庭存款4.8万元以备不时之需，是完全必要的。

根本出路

四万亿投资，发挥的作用更多是稳定经济、减少失业，而减税以及提高社会保障体系的举措，虽然在一定程度上能够刺激消费，但仍然不是解决问题的最根本办法。

消费能力的背后，其实是收入水平的高低。因此，中国的可持续发展，最根本的办法，仍然是提高企业竞争力，使企业获得更多的利润，从而增加政府与居民的收入。以前支撑中国高速增长的，依赖廉价劳动力从而大幅增加出口的模式，已经走到了尽头。因此，四万亿以及其他一系列举措的最终效果，还要看在政府大规模投资支撑国家渡过最艰难时期的过程中，中国的企业能够在多大程度上，完成结构调整、产业转型，从而形成一批具有国际竞争力，盈利水平高的企业。

投资者应对

面对经济危机以及政府的应对措施，投资者应该保持清醒的头脑。

一、**不能高估依赖于固定资产投资的上市公司的盈利持续性**。如四万亿这样规模的投资，不会是长期持续的，无论是政府政策还是财政能力，都不支持长期的大规模投资。

二、**警惕银行股**。这包括两个方面，一是不排除国家为刺激经济，继续下调利率，从而减少银行的存贷差；二是银行对大规模缺乏商业效益项目的贷款，有可能形成坏账。

三、**警惕公用事业股**。为了刺激消费，增加居民真正的可支配收入，近几年内，国家很可能不会出台与居民相关的公用事业的涨价方案。如煤气、电价，等等。

四、**关注那些真正具备核心竞争力，而不是仅仅依靠廉价劳动力进行扩张的上市公司**。如果这些上市公司能够在经济危机中，依靠自身实力仍然可以保持一定的增长，那么在经济回暖后，很可能会迎来高速增长阶段。

五、**对于稀缺资源类上市公司，可以在利润亏损、市净率低迷时介入**。经济总会好转，稀缺资源的价格很可能随着各国政府大规模赤字支出所带来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀，而出现报复性反弹。以适当的价格投资这样的企业，失去的只会是时间，而不会是价值。

BBC

2009年2月10日

全球经济危机是中国奇迹的“终结者”？

英国广播公司消息，在经济危机蔓延全球之时，中国一度是西方不少人眼里的希望，但同时也有人提出，这次危机是否将成为中国经济奇迹的“终结者”？英国剑桥大学经济学家张炜认为，有很多迹象显示中国经济的高增长期由于其自身规律而转入调整时期。

张炜在接受BBC采访时指出，单以GDP增长率定义的奇迹需仔细分析，因为它只是个数量概念，并不体现增长的质量。过去30年持续高增长的因素中，有些还会继续存在，比如跟发达国家的技术水平和劳动成本的差距，使它仍能得益于全球化，保持相当速度的增长。

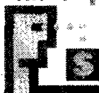
不过，原来的高增长背后另一个要素是人为压低劳动成本和对资源的滥采乱伐。在没有劳动保障、没有福利保障、劳动条件恶劣、严重破坏环境的情况下实现的增长，是很难持续的。张炜说，即使没有经济危机的冲击，中国经济也到了调整的时候，调整的过程是个成本提高的过程，不会很轻松；经济危机的到来使得调整的难度更大。

张炜认为，中国部分产业的产能过剩，并不是这次危机造成的。沿海地区大量企业倒闭，失业人数大增，是在次贷危机由金融业向实体经济蔓延前，在2007年底、2008年初就开始了。但是，由于危机造成外部需求萎缩，减少了推销渠道，便使得产能过剩的问题变得非常尖锐。

另一个问题是，2005年以后，中国劳动成本逐渐提高。由于长时间将经济发展建立在低成本基础上，要在短时间内扭转长期积累下来的问题，企业利润大幅度下降，由此影响到投资。

张炜认为，4万亿元足以使中国在短期内实现经济增长的硬指标。但刺激方案中涉及促进企业产业升级、改进技术、改进产业结构，鼓励绿色经济、科学发展，提高社会保障水平等方面的措施花的钱相对而言少得多。其结果就是短期内虽然很可能实现GDP增长8%的目标，但整个经济的效益低下。从长期而言，则有可能使中国过去多年调整改善经济结构的努力付诸东流。

点评



专家意见虽然尖锐，但却十分中肯，也值得投资者警醒。在经济危机中，依赖政府投资勉力维持的上市公司，其可持续发展能力值得怀疑。投资者应该关注的，是那些能够适应后危机时代市场变化的上市公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

投资者也需要反思

次贷危机

美国次贷危机引发的金融危机直至经济危机，几乎波及到每一个人。而反思其中的经验教训，不仅是政治家、监管者、金融家、企业家的事，每一名投资者，也都应当从这一事件中汲取难得的经验。

次贷

反思前，有必要简单介绍一下，次贷危机——金融危机——经济危机的发生过程。

次贷的全称是“次级按揭贷款”，是指金融机构针对低信用人群提供的房屋按揭。既然是低信用群体，既然是还款能力值得怀疑的群体，金融机构为什么敢于提供住房按揭呢，而收入不高，且不稳定的群体，又为什么敢于按揭购房呢？主要原因有以下两点：

第一，贷款机构提供按揭后，将贷款打包成为金融产品，出售给其他的金融机构，这样风险就获得转移，贷款机构也就不承担购房者违约赖账的风险。由于此类按揭的利息较高（与信用良好的购房者相比，低信用群体按揭购房，需要支付更高的利息），据此包装而来的金融产品的收益也较高，因此，这类产品颇受金融机构青睐。

第二，房价不断上涨。由于房价上涨，购买了上述金融产品的机构，并不担心购房者违约，毕竟有房产作为贷款抵押物，即使购房者违约，房产的价值也可以保证贷款安全性。而从购房者角度讲，只要房价涨，房产升值，即使无力还款，还可以卖掉房产赚上一笔，正所谓“进可攻，退可守”。

资产证券化

投资者可能不太明白，为什么金融机构可以将贷款（也就是收取购房者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷款本金和利息的权力）打包后，再卖出去。其实此类生意在发达国家的金融市场很普遍，它被称为“资产证券化”。

所谓资产证券化，简单讲有两层含义。一是标准化包装，也就是将资产（贷款也可以被视为一种资产，是债权资产，如同会计报表中的应收账款）统一划分为几个类别，以利于买卖方便。这就如同，我们将钢材统一为几种型号，每种型号有统一的质量标准、大小标准，这样买卖起来就不用一物一议了。二是流通性，也就是在市场中买卖交易。其实，股票就是上市公司被资产证券化的产物，上市公司被分成标准统一的股票，然后在交易所进行买卖。

资产证券化的好处在于，原本“死”的东西被盘“活”了。比如银行对购房者提供的住房按揭，原本贷款完成后，银行只能等着收本息了，如果是20年按揭，那么本息需要20年才能收齐。但如果银行想提前将钱收回来，再投入其他项目，则很麻烦。而有了资产证券化的产品后，就方便了。

假设一家银行向购房者提供了10万美元贷款，20年连本带息还清，银行能从中渔利10万美元，但银行不想等20年，于是就将收取本息的权力卖给了其他的金融机构，价格是11万美元。虽然少赚了9万美元，但节省了资金被沉淀的时间，贷款转让变现后，又可以投入其他的项目。

当然，贷款被证券化后，在盘活资产的同时，也带来了很大弊端。这就是提供贷款的机构忽视对购房者还款能力的要求。在这些机构看来，反正贷款之后，会被证券化转移出去，即使贷款出了事，也与自己无关。于是利用证券化变现的资金，更加肆无忌惮地贷款，而针对低信用群体的住房按揭的规模则越来越大。

房价下跌

看到这儿，投资者应当注意到，上述链条能够顺利运转的关键在于：房价在涨。而一旦房价下跌，购房者无力还款或者断供（如果房产现值已经低于未还款金额，购房者可能会拒绝再还款），同时，房产价格也不足以归还贷款，那么被证券化的贷款也将大幅贬值。

金融机构显然也意识到这其中所蕴含的风险。于是，他们想到了一个办法：把已经被证券化了的按揭贷款，打碎、分割，优良中差搭配，重新组合包装，再证券化一次，然后卖出去，将风险转移。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听上去很玄是不是？从金融产品设计创新的角度讲，的确很“高科技”，华尔街那些投资银行就是专擅此类营生的机构。他们设计的这些新金融产品（也被称为金融衍生品），添加了无数的数学模型、风险评估、专业术语，在重重包装之下，将原本稀松平常的按揭贷款变成了令人炫目的“高科技产品”。

当然，购买了这些已被证券化多次的金融产品的大机构也心知肚明，无论产品设计多么复杂，但其根本还是仰仗于购房者按期还贷，或者房价继续上涨。于是为了继续分担风险，这些机构就找上保险公司，让保险公司为这些衍生品提供保险，同时向保险公司支付巨额保费。

在巨额保费的诱惑下，保险公司也开始大量为金融衍生品提供保险，从而更加助长了此类金融产品的发行与交易。最终，不仅是美国，全世界的金融机构都在购买、交易此类衍生品，其市场规模也膨胀到60万亿美元的天文数字，而作为基础资产的次级按揭贷款规模不过是2.5万亿美元。

转移而不消失

金融衍生品的创新，即使名目再花哨，主要目的只有两个：一是增加资产的流动性；二是分散风险。分散或转移风险的意义在于，将可能落在一家公司身上的灭顶之灾，分摊到很多投资者身上，即使损失真的发生了，对于单个机构而言，都还扛得过去（当然，分散风险的同时，也是分散盈利）。也就是说，通过金融衍生品，市场各方最终会形成休戚与共、荣辱共担的局面。

但问题在于，风险不会因为分散而消失，风险依然存在。一旦风险聚集到一定程度，其酿成的损失会使所有的风险分摊方都无力承担，而美国的次贷就遇到了这样的问题。当美国房地产市场下跌，按揭贷款出现大量违约情况时，所有建筑其上的金融衍生品，都会釜底抽薪般地垮掉。一些持有大量金融衍生品的金融机构也因此倒闭。于是，金融危机出现了。

惜贷

金融危机一旦出现，金融机构，特别是银行的第一个本能反应就是——惜贷。也就是缩小向企业的贷款规模，缩小向其他金融机构的拆借资金规模。金融机构的这种反应其实很正常。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举一个简单的例子。一家银行拥有储户的100亿存款，存款利息每年3%，这家银行将100亿资金，贷款给100家企业，每家1个亿，贷款利息每年6%。如果一切运转正常，银行每年能赚3个亿。但如果这100家企业中，有3家企业破产了，一分钱没收回来，那么银行一分钱也赚不到，如果再多一些企业破产，银行就会亏损。

由此可见，由于是高负债经营（对银行来说，吸收储户存款就是负债），风险控制对一家金融机构而言是至关重要的。金融危机一旦发生，银行会意识到继续向外贷款的风险太大，坏账率一旦提高，就是灭顶之灾。因此，宁可缩小贷款规模，以降低潜在风险。

美国企业的资金链来源，主要包括银行贷款、票据融资、发行企业债、证券市场融资以及资产证券化项目。

金融危机后，首先是银行贷款额度大幅降低，而证券市场融资也因为股市暴跌陷入停顿。企业债市场中，由于投资者担心企业的还款能力，发行难度陡然加大，如果企业大幅提高债券利息，不惜代价融资，无异于饮鸩止渴。票据市场融资的规模毕竟有限，而资产证券化项目，则因为次贷的影响，全面停止。

所以说，在金融危机的影响下，普通企业的融资通道都大受影响。

恶性循环

金融机构惜贷，等于掐断了实体企业的资金链，而企业资金链一旦断裂，正常生产经营会大受影响，企业利润大幅下滑。为了减少损失，企业开始缩小投资规模、裁员，这又影响了居民的收入，而收入的降低，又缩小了消费，没有了消费拉动，企业的经营则会遇到更大的困难，而企业的困难，会使金融机构的贷款更加谨慎。如此一来，就形成了恶性循环。此外，由于各类企业盈利能力大幅降低，证券市场也会出现暴跌，这又进一步降低了投资者的消费愿意。

理解是投资的前提

这次危机爆发的全过程，犹如一本风险控制的教科书，值得每一个投资者深思。

次贷危机暴发前，笔者曾经试着研究汇丰银行年报，但给人的感觉是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司架构极为复杂，公司业务极为复杂，浮出水面的部分（也就是报表中的数字）与公司实际运行情况之间，无法建立清晰联系。

投资这样的公司，对一般投资者来说，是相当危险的。因为就理解能力、专业水平、信息渠道而言，我们无法准确把握此类公司的真实盈利模式与风险所在。极端一点说，这样的公司如同距离地球几光年远的星系，即使它发生了大爆炸，当你看到时，也已经是几年之后的事情了。

进而言之，透明性、可观察性、可理解性，是投资上市公司时的首要前提。一家公司的产品可以复杂，技术可以尖端，但公司的基本架构应该清晰，基本的盈利模式应该简单，所面临的风险也应该大致可以预料。

很多时候，看得见的风险其实并不可怕，真正可怕的是那些看不到底的"深渊"，正所谓"盲人骑瞎马，夜半临深池"。那些买了花旗银行股票的投资者，真正能看懂其年报的能有几个？他们中的大多数人大概没有想到，这样一家百年老店，会如此不堪一击（见图11-1）。因此，我们说理解是投资的前提，无法理解的公司、看不懂看不清楚的公司，即使貌似优秀，也宁可舍弃。



图11-1 花旗银行股价走势图

缺点比优点更重要

研究任何一家上市公司，首要的是研究"缺点"，也就是关注风险所在。令人炫目的盈利能力，不足以证明公司的前景一片光明，即使这种盈利能力已经保持了相当长的时间，也不能丧失对风险的警惕性。

次贷危机中倒下的一大批上市公司告诉我们，风险并不会因为曾经的辉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

煌而消失，它很可能就在辉煌的背面，一直伴随着。

因此，在研究公司的过程中，不妨经常问自己这样的问题：公司可能遇到的困难有哪些；在促成不断盈利的诸多因素中，哪一个环节非常脆弱，哪一个环节根基不牢。把这样的问题想清楚，把最坏的可能性估计到，才会使投资更加安全、更加理性。

充分估计高负债率的危害性

本书第23章，会讲到杜邦分析法，根据这一方法，净资产收益率可以分解为包括资产负债率在内的三项因素。对于上市公司来说，提高负债比例，是提高利润额、提高净资产收益率的便捷方法，但其风险不能忽视。

在本次危机遭受重创的美国上市公司中，除了金融类企业，还有一些高负债率的制造业公司。一旦银行体系惜贷，市场流动性不足，公司无法借新还旧，马上就会陷入资金链断裂的重重危机之中。

经验告诉我们，依靠高负债率经营的公司，就如同将自己的性命交给了银行，且不说公司自己经营过程中会遇到什么样的波折，如果银行本身出了问题，不愿意继续放贷，同样也可以令公司马上陷入困境。

警惕内部人控制

当一家上市公司股权分散，没有一个股东拥有相当的控制权与影响力时，公司管理层很可能“反客为主”，成为事实上的主宰者，而且缺乏有效的监督与制衡。

我们可以看到，危机中倒下的上市公司，多数存在这样的问题。此类公司的风险在于，公司管理层拥有重大事项的决定权，但管理层却并不是大股东，也不是公司股票的长期持有者。因此，在各种利益的诱惑下（与利润挂钩的巨额资金、与股价挂钩的期权激励），管理层甘愿冒着巨大风险去获取收益。如果失败，是股东们承担损失，而他们失去的仅仅是赚大钱的机会。也就是说，在这样的公司治理结构下，管理层的收益与风险严重不匹配。

事实上，很多美国金融类上市公司的管理层并非对衍生品交易中蕴含的风险一无所知，相反，很可能心知肚明。但为了短期利益，他们宁愿赌上一把。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在他们看来，只要这种风险在自己任期内不暴露，只要能拿到巨额奖金，只要由期权激励而来的股票能变现卖一个好价钱，将公司暴露在巨大的风险之下，是不足为虑的。

房地产行业的风险

无论是日本经济泡沫破灭、东南亚曾经的金融动荡，还是这次美国的次贷危机，房地产行业的波动都成为了导火索，而这绝不是一种巧合。

一般来说，当一个地区、一个国家的经济出现泡沫之时，由于资金充裕，人们账面财富增加，资金的最终流向往往是房地产市场。因为，只有房地产市场能够承担与吸纳巨大的资金投入，也只有房地产市场能够成为多数人竞相追逐的消费品与投资品，也只有房地产行业能够成为拉动一国经济快速增长的终端商品引擎。很难想象，还会有其他的消费与投资品种，能够扮演房地产这样的角色。

正因为如此，房地产市场往往成为诸多泡沫中最大的一个，同时也是影响金融安全、整体经济稳定的传染性最强、杀伤力最严重的行业。即使当初网络泡沫破灭时，也没有如房地产行业这样，对整体经济伤害如此巨大。

试想，当一个国家或地区的巨额资金沉淀于房地产行业，一旦房产价格大跌，按揭人无法还贷形成坏账，银行就会遭受巨额损失，进而影响整体经济的安全与稳定。因此，投资者在考虑股市基本面时，一方面要关心宏观经济政策与经济数据；另一方面也要对这一特殊行业的动向保持密切关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国新闻网 2009年3月1日

巴菲特：去年做过蠢事，资产缩水超百亿美元

中新网3月1日电据香港《文汇报》1日报道，“股神”巴菲特每年都会向投资旗舰巴郡的股东发出“致股东的信”，金融海啸之下，他今年特别承认自己去年投资时“曾做过些蠢事”，在油价高位时大手购入石油股，并透露巴郡去年净资产缩水115亿美元，但他对未来仍感乐观。

巴郡去年净收入大跌62%至49.9亿美元，即每股3224美元。另外，巴郡每股账面值减少9.6%，是巴菲特掌舵44年以来表现最差的一年，亦是继2001年每股账面值跌6.2%后，任期内第2次净资产下跌。巴郡A股由前年底的每股14.2万美元跌至去年底的9.66万美元，踏入今年亦继续寻底，周五收市报7.86万美元。

在主席致股东报告中，巴菲特坦言于2008年“最少犯了一个大错和数个较小的错”，蠢事之最是在油价接近历史高位时买入大量康菲石油股份，而没预期油价会大跌。他说，是该投资失利令巴郡损失数十亿美元。

巴菲特另在信中透露，花了2.44亿美元购入两间爱尔兰银行的股份，当时以为很便宜，怎料到年底市值跌至2700万美元，账面蚀近90%。他套用网球术语，称这是“无压力下犯的错”。

令巴郡损失最惨重的却是美国运通和可口可乐两只该公司长期持有的股份表现，前者的市值跌了50亿美元，后者则蒸发30亿美元。巴郡持有的大量富国银行股份，去年没太大损失，但今年受到重创，巴郡去年底持有的3.04亿股富国股份，迄今市值已大跌逾半。

不过，金融海啸来袭后股市暴泻，为“股神”提供大量投资机会，他就趁机注资高盛和通用电气等公司。

他估计经济今年甚或以后仍会蹒跚而行，不过强调这无助预测股市升或跌。尽管如此，他对长远前景仍感乐观，认为“美国最好的日子在未来”。

点评



连股神都有看走眼的时候，更何况我们。其实巴菲特的过人之处，并非出手无误，而是在每一次失误中，都能学到更多的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

恶性通货膨胀会来吗

奥巴马新政

美国总统奥巴马上台后，推出了一系列刺激经济的举措。截至2009年2月份，这些举措中，最重要的有两个：一是8000亿美元的经济刺激计划，主要内容是减税与政府投资；二是金融稳定计划，主要用来挽救濒临崩溃的美国金融体系、刺激借贷活动，这一计划的净投入资金规模目前很难预料。

但可以预期的是，随着经济危机加剧，美国政府很可能还将出台新的举措，而所有这些举措的背后，都意味着美国政府的开支将大幅提升，政府赤字将大幅攀升。

对国内投资者来说，完全理解美国政府的经济举措没有太大必要性，不妨将关注点集中在两个问题上：第一，美国的房地产业何时复苏；第二，美国政府的经济刺激计划要花多少钱，而这些钱又从哪里来。因为前者是美国经济复苏的标致，而后者则关乎经济刺激计划是否会留下通货膨胀的后遗症。

新屋销售数字

全球经济危机从美国房产泡沫破灭开始，而经济真正复苏也将有赖于美国房地产市场的转机。这一方面是因为，房地产业是美国经济的支柱行业之一；另一方面，房地产行业的跌宕，也直接反映着美国居民消费能力与消费意愿的起伏（虽然一些专家将购买房产视为投资而非消费，但事实上，房产是普通美国人的最大开销），而美国居民的消费又直接影响着全球贸易的兴衰。这一点，对高度依赖进出口贸易的中国尤其重要。

投资者观察美国房地产市场的变化，可参照美国商务部统计局www.esa.doc.gov（见图12-1）每月公布的一个数据：新屋销售数字（见图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12-2）。新屋销售数据在销售类数据中占据重要地位。它直接反映房地产市场的景气状况。



图12-1 美国商务部统计局网站

Indicator	Source	Frequency	Hour
Advance Monthly Sales for Retail and Food Services	Census Bureau	Monthly	8:30 AM
Monthly Wholesale Trade	Census Bureau	Monthly	10:00 AM
New Residential Construction	Census Bureau	Monthly	8:30 AM
New Residential Sales	Census Bureau	Monthly	10:00 AM

新屋销售数字

图12-2 相关网页

新屋销售数字不仅是反映美国宏观经济的重要数据，也同时是影响美国股市的重要数据。从2007年9月至2008年9月的月度数据变化可以看出（见图12-3），新屋销售数据在2007年11月出现了一个重要拐点。而美国股市中最具代表性的道琼斯30种工业股票均价指数也恰恰在2007年10月11日达到历史最高点——14 279点（上证指数在2007年10月16日创出历史最高点6124点），之后便大幅回落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已售新屋

New Houses Sold 单位：千套

Period		United States
2007:	September	694
	October	723
	November	629
	December	600
2008:	January	597
	February	572
	March	513
	April	542
	May	515
	June^r	499
	July^r	517
	August^r	452
	September^p	464

图12-3 2007年9月～2008年9月的新屋销售数据

钱从哪儿来

关注美国政府救市资金的数额及其来源，主要用意是预测美国政府巨额赤字所带来的全球通货膨胀问题。

美国政府提高财政支出，资金来源无非有三个：一是增加税收；二是发行国债，也就是借钱；三是印钞票。

第一条，增加税收几乎没有可能性。美国的第一大税种是个人所得税，在美国经济全面衰退、企业效益大幅下滑、居民收入减少之时，如果税率不变，力争税收不减少已经很难得了。更何况，奥巴马新政中重要的一条就是减税（降低个人所得税率），目的是刺激消费。

第二条，发行国债。购买国债的人，无非来自两方面：一是美国国内；二是来自国外投资人（如中国政府）。如果是前者，美国人自己掏钱买政府发行的国债，这等于是提高了政府开支的同时，降低了民间的消费或开支能力，一加一减，对经济的刺激效果等于对冲了。因此，真正有效的国债发行，只能寄望于国外投资人。但在全球经济普通萎缩的情况下，国外投资人的购买能力也是有限的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三条，印钞票。这是最简单的方法，也是美国政府很有可能选择的途径。

通货膨胀

从理论上讲，若美元滥印，势必加剧美国国内的通货膨胀。但由于美国金融体系已经进入“冰河期”，银行的货币创造功能严重不足。这就会导致虽然美国政府大量增加基础货币，但由于乘数效应不足，暂时还不足以导致通货膨胀，甚至在一定时期内，由于银行体系的信用扩张功能仍然无法恢复，通货紧缩的情况还会存在。

但问题在于，一旦美国的金融体系恢复了正常，银行的货币创造功能得以恢复，加上美国政府的低利率政策。此前增加的基础货币很可能会演变为严重的通货膨胀。

事实上，目前已经不仅是美国，全球各主要经济体，都在尽可能地采取宽松的货币政策以及巨额的财政赤字。在这样的格局下，一旦市场信心恢复，很可能会出现全球性的通货膨胀压力。

资源类股票

考虑到未来可能到来的通货膨胀，建议投资者在目前通货紧缩时，配置一些资源类股票。一般来说，在经济低迷，大宗商品价格下跌之时，资源类上市公司的效益会由于经营杠杆的反作用出现大幅跳水（详解见本书第14章）。而这些公司的股价也会因此大幅下跌，市净率也会降到很低的水平。在这样的价位买进并耐心持有，是比较稳妥的。

第一，这些公司在之前的一轮大宗商品价格大幅上涨的过程，积累了大量资金，同时资产负债率也保持在较低的水平（见图12-4）。因此，不用担心现金流短缺、负债过多所导

合并资产负债表

2008年9月30日

编制单位：江西铜业股份有限公司　　单位：元

项目	期末余额	年初余额
流动资产：		
货币资金	7 016 452 085	2 753 091 382
应收票据	3 004 228 574	2 824 293 880
应收账款	1 831 637 492	1 703 882 289
预付款项	1 562 274 381	1 076 252 061
其他应收款	895 160 717	366 862 217
存货	8 598 454 797	8 939 919 228
其他流动资产	2 059 189	54 703 559
流动资产合计	22 910 267 235	17 719 004 616

注：江西铜业当期资产负债率为41%。

图12-4 资源类企业的资产负债率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致的经营困难。

第二，一旦经济好转，同时新一轮通货膨胀来临，随着大宗商品价格的上涨，这些公司的利润表现会出现强烈反弹，而公司股价也会随之大幅攀升。

新华网 2009年2月26日

伯南克有信心控制美国的通货膨胀

新华网华盛顿2月25日电 美国联邦储备委员会主席本·伯南克25日表示，美联储有相应“退出策略”，以便在经济复苏时，调整目前大规模使用的扩张性货币政策，有效控制通货膨胀。

“我们非常有信心，适时通过提高利率、减少货币供给等措施来避免通货膨胀。”伯南克在美国众议院金融服务委员会关于美联储货币政策的第二次听证会上如是说。

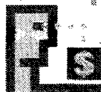
伯南克认为，当美国经济在某个时点恢复增长时，美联储就要及时改变扩张性的货币政策。

有批评指出，美联储支持抵押贷款市场和消费者信贷的项目已使其资产负债表规模猛扩至2万亿美元左右，到时美联储想要放弃这些项目将面临困难，从而导致通货膨胀风险。

伯南克对此回应道，美联储为刺激信贷市场采取的所有紧急措施都有一定时效，而且美联储有多种收紧货币政策的工具，完全能够应对可能出现的通货膨胀。

去年，在美国房地产市场泡沫破灭引发信贷危机后，美联储将基准利率下调至零附近，并向信贷市场注入超过1万亿美元资金。伯南克为这些措施辩护说：“我坚信，我们在去年10月中旬避免了全球金融体系的崩溃，而这一崩溃（如果发生）可能会把我们带入更深重、更长久的经济危机。”

点评



伯南克应对未来通货膨胀的信心，是否能够兑现，尚是未知之数。而可以肯定的是，美联储显然已经意识到，目前超大规模的货币扩张政策，给未来的经济发展埋下了巨大隐患。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章
价格需要哄抬
货币供应量

公司股价高低，取决于两个因素：一是公司质量，主要表现为盈利能力与盈利前景；二是市场整体估值水平，表现为市场整体市盈率。

而整体市盈率的高低，又主要取决于两个因素：一是投资者对宏观经济前景的判断；二是市场中的货币供应量。

常识告诉我们，钞票多了，商品的价格就贵。股票也是一种商品，只不过这种商品比较特殊，有保值增值的功能，也可以称为投资品。因此，投资者有必要对货币供应量的变化保持关注。

货币供应量

在央行的月度统计数据中，将货币供应量分为三个层次（见图13-1、表13-1）：一是M0，也就是现金；二是M1，又称为狭义货币供应量，包括M0以及企事业的活期存款；三是M2，也被称为广义货币供应量，包括M1加上企事

金融机构本外币信贷收支表	金融机构本外币信贷收支表（按部门）
金融机构人民币信贷收支表	金融机构人民币信贷收支表（按部门）
金融机构外汇信贷收支表	金融机构外汇信贷收支表（按部门）
国有商业银行人民币信贷收支表	其他商业银行人民币信贷收支表
货币当局资产负债表	存款性公司概览
其他存款性公司资产负债表	货币供应量
汇率报表	黄金和外汇储备报表
全国股票交易统计表	交易所政府债券交易月度统计表
全国银行间同业拆借市场交易期限分类统计表	全国银行间市场债券回购交易期限分类统计表
企业商品价格指数	城镇储户收入与物价扩散指数表
企业家信心指数与企业景气指数表	银行家信心与银行业景气指数表

图13-1 央行月度统计

注：摘自央行网站www.pbc.gov.cn，查询路径：首页——调查统计——统计数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业单位定期存款、居民储蓄存款（企事业定期存款和居民储蓄又被称为准货币）。需要注意的是，股票账户中的资金不属于央行的统计范围。

表13-1 三个层次

货币供应量	
项　目	2009年1月
货币和准货币（M2）	496 112.31
货处（M1）	165 207.33
流通中现金（MO）	410 82.50

之所以这样区分，主要是基于货币流动性的差异。现金的流动性最强，企事业活期存款次之，企事业定期存款以及居民的储蓄存款流动性相对而言最弱。

这三个数据中，与股市关系最密切的是M1，或者说M1中的企事业单位活期存款与股市关系最紧密（见图13-2）。这是因为，企事业的活期存款中包括了机构投资者（如各类基金、券商、企业投资人等）准备投入股市的资金。一般来说，股市高涨时，M1的增速明显加快，也就是说企事业随时准备投入股市的资金大量增加，而股市低迷时M1的增速明显放缓，也即企事业准备投入股市的资金在减弱甚至降低。

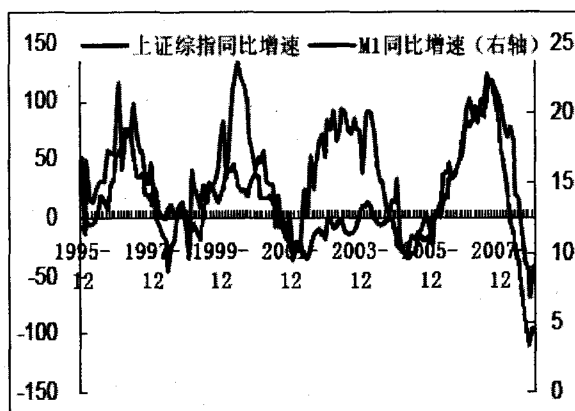


图13-2 M1与大盘走势

20%与10%

从我国股市多年的走势来看，有这样一个规律：一旦M1的同比增速超过20%，基本上是大盘见顶的信号；而当M1的同比增速降到10%左右，基本就是大盘筑底的信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，时值百年一遇的经济危机，这一规律是否仍然能重现，还有待观察。

储蓄存款

另外一个值得重视的数据是央行公布的月度“金融机构人民币信贷收支表”中的“储蓄存款”科目（见图13-3）。

金融机构人民币信贷收支表

项目 Item	2009.01
资金来源总计	559 494.72
一、各项存款	481 568.99
1. 企业存款	154 818.49
2. 财政存款	18 531.46
3. 机关团体存款	20 786.72
4. 储蓄存款	233 207.60
(1)活期储蓄	85 483.43
(2)定期储蓄	147 724.17
5. 农业存款	9 805.01
6. 信托类存款	3 503.28
7. 其他存款	40 916.43
二、金融债券	23 869.32
三、流通中现金	41 082.50
四、对国际金融机构负债	771.49
五、其他	12 202.42

图13-3 金融机构人民币信贷收支表

这是因为，由于我国居民的投资品种主要是股票，因此，大盘走势与储蓄存款往往呈现此消彼长的关系。

以2007年3月至2008年10月储蓄存款额的变化为例（见表13-2），自2007年3月至2007年10月，储蓄存款额呈逐月下降趋势，而自2007年10月至2008年10月，储蓄存款又呈逐月上升趋势。这一趋势的前后变化与上证指数走势的变化刚好相反，上证指数在2007年10月达到历史最高点，而同时，储蓄存款额降至20个月中的最低点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表13-2 2007年3月至2008年10月储蓄存款明细表 （单位：亿元）

2007-03	2007-04	2007-05	2007-06	2007-07
172 402.56	170 728.40	167 869.63	169 539.59	169 457.58
2007-08	2007-09	2007-10	2007-11	2007-12
169 073.63	168 973.00	163 883.16	166 538.72	172 534.19
2008-01	2008-02	2008-03	2008-04	2008-05
174 304.23	183 887.54	187 547.89	188 489.72	190 691.72
2008-06	2008-07	2008-08	2008-09	2008-10
194 400.13	196 928.57	200 267.97	204 687.62	207 743.76

利率

无论是M1还是储蓄存款，都是对结果的统计。如果投资者想在此基础上，对M1或储蓄存款的变化趋势进行预判，可以通过三个因素：利率、存款准备金率以及公开市场业务（见图13-4）。这三个因素都是央行实施货币政策的重要手段。

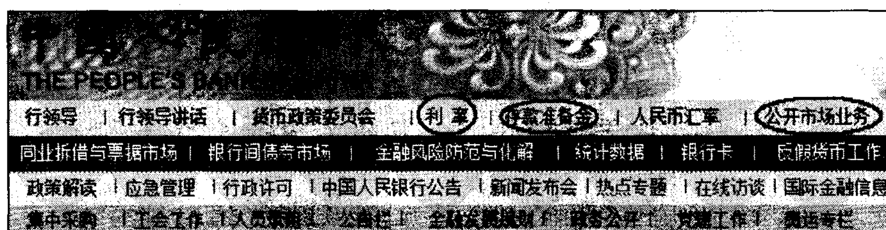


图13-4 中国人民银行网站首页

普通投资者对利率都很熟悉。一般来说，存贷款基准利率提高（见表13-3），会增加居民的储蓄意愿，同时也会引导企事业将活期存款转为定期存款。因此，一般的理论都认为，提高利率对股市是利空，而降低利率对股市是利多。

但从实际情况看，大盘走向与利率的起伏并不一致，有时甚至会呈现正相关的现象，也就是提高利率的同时，大盘也在上涨。从表13-3的数据中可以看出，自2004年10月29日至2008年10月9日，是一轮完整的加息周期，但也正是在这一区间，证券市场完成了一场轰轰烈烈的大牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表13-3 金融机构人民币存款基准利率 (%)

调整时间	活期存款	定期存款			
		半年	一年	二年	三年
1998-07-01	1.44	3.96	4.77	4.86	4.95
1998-12-07	1.44	3.33	3.78	3.96	4.14
1999-06-10	0.99	2.16	2.25	2.43	2.70
2002-02-21	0.72	1.89	1.98	2.25	2.52
2004-10-29	0.72	2.07	2.25	2.70	3.24
2006-08-19	0.72	2.25	2.52	3.06	3.69
2007-03-18	0.72	2.43	2.79	3.33	3.96
2007-05-19	0.72	2.61	3.06	3.69	4.41
2007-07-21	0.81	2.88	3.33	3.96	4.68
2007-08-22	0.81	3.15	3.60	4.23	4.95
2007-09-15	0.81	3.42	3.87	4.50	5.22
2007-12-21	0.72	3.78	4.14	4.68	5.40
2008-10-09	0.72	3.51	3.87	4.41	5.13
2008-10-30	0.72	3.24	3.60	4.14	4.77
2008-11-27	0.36	2.25	2.52	3.06	3.60
2008-12-23	0.36	1.98	2.25	2.79	3.33

这主要是因为，随着股市的上涨，财富效应开始显现，无论是居民还是企事业单位对加息都不敏感，随着一次次加息的累积效应，居民以及企事业单位才慢慢开始将股市的钱抽出存进银行。因此，投资者不必将利率的调整与大盘走势直接联系起来，而是要注意观察利率变化是否导致了居民储蓄的增加或减少，以及M1的变化。

存款准备金率

按照规定，金融机构必须向中央银行缴纳一定的资金，作为保证客户提取存款而准备的资金，这部分资金被称为存款准备金，而存款准备金占金融机构存款总额的比例就是存款准备金率。

央行如果降低存款准备金率，货币供应量就会增加，如果提高存款准备金率，那么就会有更多的资金被锁定在中央银行，从而减少市场中的货币供应量（见图13-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国人民银行决定上调存款准备金率

为加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷过快增长，中国人民银行决定从2007年9月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。（完）

上网时间：2007-9-6 18:00:00

图13-5 存款准备金率调整公告

与利率变化一样，存款准备金率的调整与大盘走势也没有明显的负相关联系。投资者需要做的，是注意观察在存款准备金率调整之后，货币供应量，特别是M1的变化趋势。

值得注意的是，**无论是利率调整，还是存款准备金率的变化，都有明显的周期性**。比如说，一旦开始由减息变为加息，或由加息变为减息，这种变化趋势都会持续相当长的一段时间。一般不会出现加息、减息交替出现的不规则现象。因此，当一个趋势转变为相反的趋势时（如加息周期停止，开始减息周期），投资者就需要特别注意，因为货币政策调整的累积效应会慢慢影响大盘的走势，并在某一个时点上，导致大盘出现拐点。

公开市场业务

公开市场业务，对很多投资者来说比较陌生。但在多数发达国家，公开市场操作是央行吞吐基础货币，调节货币供应量的主要货币政策工具。

公开市场业务的具体操作比较复杂，投资者一般不必研究太深。简单而言，央行通过在市场中买卖债券（如国债、政策性金融债券），可以调控货币供应量。买债券则是扩大货币供应量，卖债券则是缩小货币供应量。

对我国央行来说，公开市场业务也是使用最为频繁的货币政策工具。但由于公开市场业务对货币供应量的调整力度，较之存款准备金率以及利率要小得多，故而普通投资者一般可以忽略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上海证券报 2009年2月27日

从货币供应量变化看股市波动

□作者 刘勘

从今年1月份公布的信贷资料看，当前市场货币资金流动性的确出现局部性宽裕，但是M1同比增长仅为6.68%，这是历史上最低水平，1月份M1与M2增速差距迅速扩大到12.11个百分点，M1与M2“剪刀差”是1996年9月以来新高，表示货币资金存款定期化特征甚为明显。M1与M2增长方向一减一增，意味着活期存款与定期存款增速一减一增趋势，正是反映企业投资需求下降，利润减少，居民消费意愿下滑，市场投资和消费信心趋弱，货币资金更多以定期存款等形式被企业和个人通过银行进行“窖藏”。从公布的数据看，1月份居民储蓄（主要是定期储蓄）增加1.53万亿，创下多年新高，就可见一斑了。这说明大量流动性资金沉淀滞留在银行体系内，充裕宽松的货币资金量没能够有效地流向实体经济，而流向了虚拟经济。如果缺乏实体经济基本面增长的支持，虚拟经济资产价格上涨，很可能是一种“虚胖”，尤其是1月份M1增速减慢，对资产和资本价格推动作用较为有限，对股市短期演绎则不利。所以讲，M1增速变化对股市运行影响较大。

反观去年11月6日，国家宣告四万亿刺激经济计划，随后央行宣布信贷规模控制解禁，当月银行信贷资金增长为4769亿元，12月份银行信贷资金新增为7718亿元，到今年1月份银行信贷资金新增为1.62万亿元，累计近3个月银行信贷资金规模达到2.86万亿，在节节攀升货币供应量增长基础上，今年1月份广义货币（M2）同比增长18.79%，为近5年来最高。与此同时，沪深股票市场也走出了一波反弹行情，如沪市综合指数11月6日1703点，震荡反弹到今年2月17日2402.81点，升幅为700点。

近期股市呈现出反复震荡格局，后市何去何从，有必要从货币供应量变化这一角度加以分析，因为货币资金流向、流量和流速变化，比股票市场上通常用基本面分析方法和技术分析方法更为贴近市场，借鉴价值更高，波段操作指导作用甚为有效。

再以1月份新增信贷1.62万亿元结构看，尽管新增信贷资金创出天量，但其中票据融资增加6239亿元，占企业贷款比重41.6%，而中长期人民币增量贷款占比仅有38.5%，显示企业贷款主要是解决资金流动性困难问题，真正对经济增长有支持作用的是中长期贷款，然而中长期贷款同比少增。又从金融数据结构看，企业得到绝大部分贷款没有用于投资生产领域，而是借新还旧。因为目前半年期银行存款利率为1.98%，票据贴现利率约1.92%，当企业需要支付款项时，可以通过在银行做半年期定期存款，然后开票据给收款单

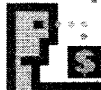
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位，并同时承诺支付企业有关票据贴现费用即可，如此操作企业还可获得到约0.06个百分点利差收入，这样一来银行票据融资和定期存款数量都大幅度增加，体现在银行资产负债表两端数据均变大。资金在银行和企业之间空转，并没有多少新增资金流入实体经济领域，也几乎没有什么投资和消费交易过程。

根据人民银行公布2008年货币信贷资金统计资料显示：去年新增贷款为4.91万亿，按照往年贷款惯例，每年第一季度新增贷款投放占全年比例60%～70%，按此推算今年第一季度贷款信贷资金投放应该约有3.15万亿元，而1月份新增信贷资金又往往占第一季度投放总额一半，也就是说应该约在1.58万亿元，那么今年1月份新增贷款1.62万亿元，是符合往年新增信贷资金惯例，不是被一些媒体渲染为暴增现象，现在市场纷纷预测2月份信贷资金投放可能缩至5000～8000亿元左右，又让市场人士担心，实际上也是属于正常现象，尽管今年2月份新增贷款数据肯定会大幅度下降，可与2008年、2007年、2006年的2月份新增贷款2470亿元、4137亿元和1528亿元相比，仍然高于往年同期新增贷款规模，可见信贷资金投放量依然处于较高水平，票据融资的快速增长应引起有关部门注意。因此，要密切关注3月份中旬公布2月份金融数据，现在有市场分析人士预计，2月份M1增速可能大幅反弹9%以上，如果预测成立，对股市行情演绎又会构成重要参照作用。

1月份M2增速加快与M1和M0增速明显放慢背离格局，“剪刀差”扩大到12.11%，是近12年来从未出现过现象，反映市场中相对活跃资金减少，货币流通速度放慢，会致使货币乘数作用降低。显示货币资金流向、流量和流速发生变化，当这一组金融数据在市场上公布后，两市大盘指数也就开始出现回调走势，波段格局甚为明显，似乎M1增速变化，在过去股票市场实际运行中得到反复验证，已经成为目前股票市场投资策略选择的先前指标之一，股票市场投资者不妨借助这一指标变化特点，更有效地进行短、中、长线投资策略。

点评



M0、M1、M2的变化能够传递出很多与宏观经济相关的信息，投资者如果有兴趣，可以继续深入研究。这是股市宏观基本面知识架构中非常重要的一环。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业篇

- 大宗商品价格
- 企业所得税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章
过山车的刺激
大宗商品价格

A股中，有一批对大宗商品价格异常敏感的上市公司，如铜生产企业——江西铜业、云南铜业等。铜价高涨时，公司利润暴增，股价暴涨；铜价下跌时，公司利润缩水，股价暴跌。无论利润起伏，还是股价涨跌，都如过山车。

对这类公司来说，相比产品价格或原料价格对利润的影响，产品定位、管理或市场营销等因素对利润的影响要小很多。因此，投资这样的上市公司，首先要关注大宗商品的价格变化。

什么是大宗商品

对大宗商品的准确定义是：可进入流通领域，但非零售环节，具有商品属性，用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品。

这个拗口的定义，看看即可，我们只需记住大宗商品主要包括：能源商品、基础原材料和大宗农产品。具体来说，像石油、煤、铁矿石、铜、铝、金、银、大豆、小麦，等等都属于大宗商品。

大宗商品是支撑生产、生活的基础，它与一般商品有两大区别。第一个区别是，大宗商品的产量很难在短期内大幅增加，而一般商品则不然。一家服装生产企业，扩产50%，可能一个月就搞定，但一家金矿企业，想把年产量增加50%，五年也不一定能行。第二个区别，对大宗商品的需求有一定刚性，它的可替代性不强。这一点，与一般商品也不同。比如说，棉衣贵了，咱可以买化纤的；实木家具太贵了，可以买非实木的，但粮食总是要吃，车（用油）不得不开，空调（发电用煤）还得用。

杠杆效应

大宗商品涨价，对生产大宗商品的上市公司来说，当然是好事，但好到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么程度，投资者要有准确估计。

一家铁矿石的生产企业，若产品销售价格上涨100%，在产量不变的前提下，利润能增加多少呢？如果你的直观感受是一倍，那就错了。利润的最终涨幅要远远超过销售价格的涨幅。

假如A公司开采铁矿石，2006年的销售额是1万元，各种成本加在一起是8000元，那么2006年的利润是2000元。如果由于产品销售价格涨了100%，2007年产量虽然未增加，但销售额却提高到2万元，而各种成本加在一起是9000元，那么其利润是11 000元。由此，其利润提高了550%。

投资者可能注意到，A公司产品销售价格上涨100%的同时，各种成本却没有同比例增加，而这一点是A公司利润暴增的关键。因为开采铁矿石的成本，无非是设备折旧、电力消耗、人员工资，等等，这些开销不可能随着铁矿石的销售价格变动而同比例变动，这些花费是相对固定的。

在经济学中，这种由于存在固定成本而造成的利润变动率大于销售额变动率的现象，叫经营杠杆效应。直观地说，这种杠杆效应会使销售增加额的绝大部分转化为利润。

杠杆效应的威力巨大，2006年那些生产大宗商品的上市公司，利润增幅绝大多数是在100%以上，增长500%、1000%的也不鲜见。如此巨大的利润增幅，主要原因当然不是产量提高，销售价格提高是决定性因素。

当然，如果大宗商品价格下跌，这些公司的利润跌幅，也存在相当惊人的杠杆效应。例如在铜价大幅下跌的背景下，云南铜业2008年第三季度报告显示（见图14-1），该季度公司营业收入只下降了8.8%，但净利润却大幅下滑了79%。

云南铜业股份有限公司 2008年7~9月 单位：（人民币）元

项目	本期	年同期
	合并	合并
一、营业总收入	8 280 967 232.84	9 084 205 973.99
二、营业总成本	8 323 829 785.22	8 705 937 866.83
四、利润总额（亏损总额以"-"号填列）	107 341 200.51	408 097 942.80
减：所得税费用	36 713 306.13	72 638 362.36
五、净利润（净亏损以"-"号填列）	70 627 894.38	335 459 580.44

图14-1 云南铜业的利润变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价波动更大

刚才讲了，销售价格涨跌给企业利润带来杠杆效应，在股市中同样存在一种杠杆效应。

大家一看生产大宗商品的上市公司的K线图就会发现，其股价的涨幅又大大超过了其净利润增幅。

如云南铜业，2005年净利润是5亿元，2006年净利润12亿元，但股价从2005年底的4元启动，至2007年10月，股价已到98元。2008年1～9月，公司实现净利润5.8亿元，但股价却回落至6.81元。即使将同期大盘涨跌因素排除，云南铜业股价的涨跌幅也大大超过了净利润涨跌幅（见图14-2）。

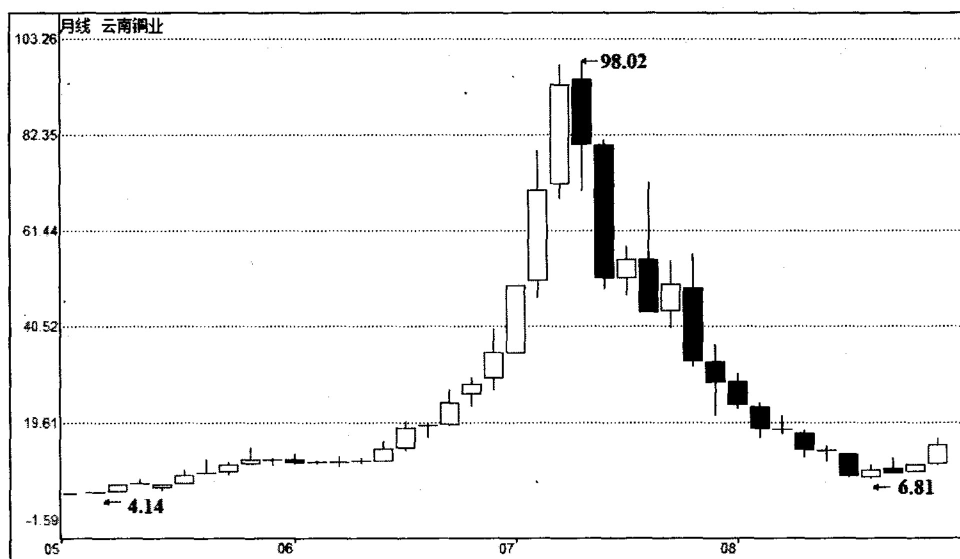


图14-2 云南铜业2005～2009年K线图（月线）

股价波动如此夸张，还得力于企业利润上涨时，投资者对这些公司未来净利润仍保持高速增长的预估，或者说给予相当高的市盈率。而当企业利润下跌时，投资者又给予很低的市盈率。

由以上分析，我们可以看出，大宗商品价格的涨跌，通过杠杆效应放大传递给企业的净利润，而企业净利润的变化，又导致市盈率变化，结果在企业净利润与市盈率的共振下，最终导致公司股价，随着大宗商品价格的变化出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨幅波动（见表14-1）。

表14-1 利润与市盈率

	第一年	第二年	第三年	第四年
产品价格（万元/吨）	1	2	2.5	1.5
每股收益（元）	0.5	1.5	3	1
市盈率	15	30	40	15
股价（元）	7.5	45	120	15

下游企业

大宗商品价格波动，对以其为原材料的公司的影响主要取决于两点：一是行业本身是否产能过剩供大于求；二是企业在行业当中的地位如何，是不是有很强的议价能力。

对于第一点，我们以一些化工类上市公司为例。这些企业的原材料大多来自于石油与天然气，但化工行业部分产品的生产能力大多并不过剩，也就是说，这些企业的产品处于供求平衡或求略大于供的状况，即使石油与天然气涨价，但这些企业的产品也同样可以涨价，这样一来，原材料涨价的负面影响在很大程度就被转移到更下游的企业了。

如果一个行业的生产能力本来就过剩，那么该行业对原材料价格上涨的消化能力就有限，有时候，原材料价格涨50%，产品的价格也只能涨10%，如此一来，这些企业的利润自然就降低了。

当然，如果企业具备一定的核心技术或者品牌优势，那么它也可以将原材料价格上涨，最终转移给消费者。

比如，在空调行业处于领先地位的格力电器，由于具备很强的品牌优势，其空调产品就能卖得比一般的空调贵。当然，大多数中国的上市公司，还不具备强有力的品牌优势，价格仍然是核心竞争手段。因此，原材料价格上涨对于大多数下游上市公司来讲，都或多或少存在负面影响。

因此，投资者在选股的时候，务必要关注一下该上市公司是否会受原材料涨价的影响，可以重点看看上市公司定期报告中产品的毛利率，如果毛利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明显降低，则要对原材料涨价带来的负面影响有充分估计。

巨额库存是包袱

还有一点需要注意，对以大宗商品为原材料的上市公司来说，在经济衰退的大背景下，当原材料价格处于下降通道时，巨额存货往往成为上市公司的“大包袱”。特别是那些从原材料采购到产品销售的周期较长，或者说存货周转率（*存货周转率＝销售收入÷存货平均余额*）较低的上市公司，这一点尤其明显。

试想，当高价采购而来的原材料，还在生产流程中，产成品的市场价格却已经大幅下降，这种高买低卖的格局长期持续，肯定会对上市公司的盈利造成极大伤害（见图14-3）。

二、以 14 票同意，0 票反对，0 票弃权通过《关于公司 2008 年三季度末计提存货跌价准备的议案》。

由于市场形势变化，钢材市场价格下跌，使公司库存产品成本高于可变现净值，因此，公司 2008 年三季度末计提存货跌价准备 879 百万元，其中计提产成品跌价准备 88 百万元，计提在产品跌价准备 394 百万元，计提原材料跌价准备 397 百万元。从而影响三季度净利润 439 百万元。

鞍钢股份有限公司 董事会

2008 年 10 月 23 日

图14-3 市场变化对公司的影响

按照会计准则，存货应当根据实际情况，计提跌价准备（见图14-3）。一般来说，上市公司对于存货价值的确认标准是：按照成本与可变现净值孰低计量。简单而言，就是按照账面价值与真实价值孰低来计量。这样一来，在经济衰退时，计提存货跌价准备往往成为上市公司利润下滑的首要原因。

产业连带性

在全球一体化的今天，很少有企业能“躲进小楼成一统”，产业上下游之间的关联性，国际国内的关联性，使大多数企业，甚至看似不相关的企业之间，都存在“共振”。比如说，房地产低迷、开工减少，会导致钢材用量减少，钢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

材用量减少就会减少铁矿石进口，铁矿石进口少了又会导致海运价格下降，进而造船厂订单也会减少。

因此，在判断一家上市公司投资价值的时候，不仅要关注一进一出的价格变动（原材料价格及产品价格的变动），还要关注其上游的上游、下游的下游，也就是说，对于整个产业链甚至宏观经济环境都要保持密切关注。

期货价格

鉴于大宗商品价格变动，对上市公司利润乃至股价的重大影响，投资者有必要密切关注大宗商品价格变动的信息。这些信息的重要性，甚至超过了公司的公告与定期报告。

了解产品价格信息的渠道也有三种：一是从期货市场了解大宗商品价格；二是从电子交易平台了解产品价格；三是从网络中了解产品的现货价格。

对于存在期货市场的一些大宗商品，投资者需要首先了解期货价格。虽然期货价格与现货价略有不同，但由于上市公司股价主要体现对公司未来利润变化的预期，因此，期货价格的变动与上市公司股价变动的关联性很强。

看期货价格，建议大家使用“中国金融投资行情系统（炒客轮盘版）”，下载地址是http://www.kiiik.com/download.jsp。这个版本看各种外盘期货价格非常方便（见图14-4）。

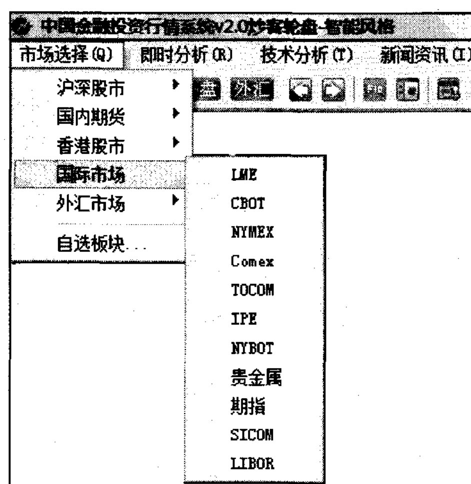


图14-4 中国金融投资行情系统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外盘期货交易所主要有6个，同时上海、大连及郑州的期货交易所，也都有相应的期货产品（见表14-2）。投资者在看外盘期货报价时，如果不仅仅看价格趋势，还想计算价格对上市公司利润的具体影响时，就要注意报价的度量衡（见表14-3）。

表14-2 各大期货交易所

简 称	期货交易所名称	期货商品
NYMEX	纽约商品交易所	美原油 美燃油
IPE	伦敦国际石油交易所	北海布伦特原油
LME	伦敦金属交易所	有色金属（铜、铝、镍、锌、铅、锡）
COMEX	纽约商品交易所分部	黄金、白银
NYBOT	纽约期货交易所	白糖、棉花
CBOT	芝加哥期货交易所	小麦、玉米、大豆、豆粉、豆油
	大连商品交易所	大豆、玉米、豆柏、棕榈油、豆油、聚乙烯
	郑州商品交易所	小麦、白糖、棉花、菜仔油
	上海期货交易所	黄金、铜、铝、锌、天然橡胶、燃料油

表14-3 期货报价

商品	报价单位	换算
石油价格	美元／桶	1吨≈7桶
铜	美元／吨	
黄金	美元／盎司	1盎司＝31.1克
国际白糖、棉花	美分／磅	1磅＝453.6克
小麦、玉米、大豆	美分／蒲式耳	蒲式耳（美制）＝35.2升
豆粉	美元／短吨	1短吨＝0.9吨

此外，期货交易时，同一种商品，会基于交货期的不同，又分成很多种。投资者只需关注成交量最大的品种的价格，也即是平常所称的主力合约品种的价格（见图14-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年1月份交货

主力合约

中国金融投资行情系统v2.0秒宵轮盘-智能风格

市场选择(Q) 即时分析(X) 技术分析(T) 新闻资讯(I) 窗口页面(W) 系统工具(S)

趋势 摆动 量仓

代码	名称	现价	涨跌	涨幅%	成交量	总持仓
SC01	美原油01	49.36	4.43	8.24	252399	53
SC02	美原油02	50.34	4.23	7.75	53511	54
SC03	美原油03	51.50	3.88	7.01	26004	55
SC04	美原油04	52.46	4.39	7.72	13687	56
SC05	美原油05	53.44	4.51	7.78	10308	57
HO03	美燃油03	171.690	8.369	4.648	2609	180

全部 自选板块 国际指数 期指 CBOT NYBOT LME NYMEX IPE CO

图14-5 主力合约品种的价格

网上电子交易

网上的电子交易市场，事实上已经有了期货的雏形，通过交易产生的价格，在一定程度上，也能够反映买卖者对该产品价格未来一段时间走势的预期。目前网上出现的电子交易市场，且提供终端行情免费下载的，主要有煤、焦炭、钢铁、化工及稀有金属等。这些终端行情的有利之处在于，不仅能够了解产品的实时价格，而且非常有利于直观了解产品的价格走势（如同股票的K线图）。

如煤价变动对于火电类上市公司影响较大。网上免费看煤价比较方便的是山西中太煤炭电子交易市场的价格（http://www.excoal.com.cn）。其中的山西动力煤秦皇岛电子交易实时行情比较有代表性（见图14-6）。

山西动力煤秦皇岛电子交易实时行情

山煤指数 山煤0903 山煤0901 山煤0811

日期	开盘价	最高价	最低价	最新价	涨跌价	成交量	持仓量	增仓	昨收
20081120	964.0	972.0	964.0	972.0	7.0	33370	15650	-580	965.0
20081119	965.0	971.0	960.0	967.0	2.0	27210	16230	680	965.0
20081118	962.0	971.0	957.0	970.0	4.0	45260	15550	220	966.0
20081117	890.0	896.0	888.0	896.0	-7.0	24540	8980	-3380	903.0
20081114	903.0	907.0	899.0	905.0	-20.0	35640	12360	-3820	925.0
20081113	925.0	929.0	919.0	922.0	-11.0	28900	16180	-1370	933.0
20081112	935.0	937.0	925.0	935.0	-17.0	31380	17550	-1930	952.0

图14-6 山西动力煤秦皇岛电子交易实时行情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国液体化工交易网http://www.clc-ex.com，提供下载的中国液化化工交易行情系统（见图14-7）中，包括有几种重要液体化工产品的实时交易价格。

中国液体化工交易网1——富远行情—实时报价

页面 系统 行情选择 技术分析 公告信息 网上交易 选项 帮助

名 称	涨 跌	最新价	成交量	订货量	订货差	均 价
YA0902	55↓	1805	228	520	-228	1810
CA0905	40↓	1920	8064	20785	1394	1900
BB0902	165↓	5475	2	448	-	5475
BA0904	135↓	4980	327	1733	146	4980
YB0902	→	4675	-	68	-	4675
YB1215	130↓	4930	13	10	-13	4930
BA0903	150↓	5005	143	1273	-120	5005

名称注解：CA＝甲醇 BA＝甲苯 BB＝苯乙烯 CB＝乙二醇
BC＝二甲苯 YA＝粤甲醇 YB＝粤二甲苯
代码后四位代表日期

图14-7 中国液体化工交易网

网站报价

一些网站会提供大宗商品每日动态现货价，如铁矿石信息网http://www. ubun.cn提供的每日铁矿石港口价格（见图14-8），是观察铁矿石价格变动的重要窗口。

11月21日天津港铁矿石价格

更新日期：2008-11-21 点击：96

名称	品位	产地	车板价（元/湿吨）
澳大利亚PB粉	62%	澳大利亚	620
印度粉矿	63.5%	印度	600
印度粉矿、	62%	印度	530

注解 湿吨：矿石在海运过程中要浇水，以防被吹散，因此在矿石市场中分含水和不含水两种，含水的重量就是湿吨

车板价：货物装到火车或汽车上的价格

图14-8 铁矿石信息网

其他一些金属产品价格，大家可以登陆全球金属网http://www. ometal. com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的"现货报价"频道（见图14-9），该频道提供有绝大多数金属产品的现货报价（实例见图14-10）。

全球金属网·中国
WWW.OMETAL.COM

金属行情 | 分析预测 | 现货报价 | 期货行情 | 政策法规 | 统计数据 | 国内资讯 | 国际资讯 | 展会信
采购销售 | 商机发布 | 免费注册 | 配套服务 | 行情短信 | 实时行情 | 手机上网 | 金银投资 | 法律咨

现货报价导航 更多
长江现货 上海现货 广东现货
上海物贸 华通有色 华通贵金属
中铝现货 金川镍价 南海现货
天津现货 北京现货 佛山现货
无锡现货 清远现货 台州现货
纽约现铜 欧洲小金属 英国金导报
印度现货 美国现货 马来西亚锡
废铜 废铝 废不锈钢 废锌 废铅
小金属 金属合金 金属粉末
铜 铝 铅 锌 锡 镍 金 银 铂 钯
镁 锑 锰 铋 铬 钴 镉 钠 铟 锗

填写如下表单免费试用行情短信或实时行情系统！也可直接拨打：0755-2113 8530立即申请试用！
联系人： 手机号： 试用内容：铜铝铅锌锡镍为主 免费试用

企业报价 走势图 | 更多报价 | 免费注册 | 我要发布报价 | 行情大家谈

产品名称	规格	产地	价格	单位	企业名称	日期
铝合金锭	A356	佛山	14,100	元/吨	兴进金属	11/21
电解铅	A00	郴州	9,500	元/吨	郴州铅银	11/21
精铋	2#	冷水江	35,000	元/吨	郴州铅银	11/21
电精锑	1#	湖南冷水江	36,000	元/吨	郴州铅银	11/21
钯	pd>99.95%	兰溪 上海泽源	47	元/克	长江现货	11/21
白银	1#	国产	2,130	元/公斤	长江现货	11/21

长江现货 | 上海现货 | 广东现货 | 废旧金属 | 上海物贸 | 中铝 金川 | 伦敦期货 | 上海期货
铜 铝 铅 锌 锡 镍 金 银 铂 钯 废铜 废铝 废不锈钢 废锌 废铅 小金属 合金 金属粉末
历史数据 市场 大类 小类 2008年 11月 走势图

图14-9 现货报价频道

品 种	规 格	产地/牌号	参考价
氯化亚锡	SnCl2 工业级	上海、云锡	71000-73000(元/吨)
锡酸钠	Na2SnO3 36.5%	国产	63000-72000(元/吨)
锡酸钠	Na2SnO3 42%	国产	65000-74000(元/吨)
二氧化锡	SnO2≥98%	太湖牌、云锡	108000-114000(元/吨)
氧化亚镍	NiO Ni≥76%	江苏、浙江	90000-120000(元/吨)
硫酸镍	NiSO4·6H2O	上冶金川吉镍	20500-24000(元/吨)
硫酸铜	CuSO4·5H2O≥96%	上冶牌等沪产	10500-12000(元/吨)
氧化锌	ZnO≥99.7%	国产	10000-10400(元/吨)
氧化钴	CoO≥72%	上海	220000-240000(元/吨)
硫酸亚锡	SnSO4分析纯	上海、云锡	82000-88000(元/吨)
碳酸锂	Li2CO3 99%	新疆	40000-44000(元/吨)
氢氧化锂	LiOH 56.5%	单水、新疆	41000-45000(元/吨)
有机锗	Ge 99.95%	上海隆泰	7000-7500(元/千克)
氯化镍	NiCl2·6H2O	金川、吉林	28000-30000(元/吨)

图14-10 现货报价示例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010～2012年商品和能源价格有望强劲复苏

□作者 John Kemp 路透专栏撰稿人

路透伦敦2月3日电：过去一个月中金融市场最令人关注的，当属美国公债收益率曲线趋于陡峭。

与其他基于市场预期的指标一样，收益率曲线对未来的预示作用并非绝对可靠。但这确实表明，投资者已经作好了2010～2012年通胀率上升的心理准备，而大宗商品和能源价格攀升可能助长这一势头。

收益率曲线趋于陡峭，是由于短期而言对安全性和流动性的需求旺盛，而较长期而言对援助银行和刺激经济方案的代价感到担心，并且担忧当大量资金注入银行体系后，通胀压力可能抬头。

在全球经济面临1930年以来最严重危机的时刻，我在这里讨论通货膨胀和大宗商品上扬，也许看起来有点不合时宜。但过往的经验和经济理论都告诉我们，在2010～2012年景气强劲复苏期间，通胀率和大宗商品价格将会大幅上升。

对“大萧条时期”的普遍认知是：从1929年股市崩溃开始持续长达10年的经济低迷，直到第二次世界大战爆发才算终结。

尽管这整个10年经济都处于萧条之中，但实际上有两个独立的经济严重下滑期，分别是1929～1933年和1937～1939年，中间隔着历来最为强劲的景气复苏期——1934～1937年。

1933年初美国经济回稳后，随之而来的是景气强烈复苏。从1933年7月至1937年7月，美国制造业产出平均年增率为9%，生产者物价年增幅则为6%。

关键在于，通胀恢复上升是受原材料价格推动。在1933～1937年间，钢铁价格上涨40%。到1937年时，钢坯价格甚至高于大萧条前。铜价在1928～1933年间下跌一半，但到1937年时反弹90%，价格逼近大萧条前的水平。

当时高层官员尤其担心原材料价格上涨与银行体系过度流动性共同作用，因其可能进一步推高未来通胀率。于是美联储决定削减银行体系流动性，不到一年间三次提高准备金率，从13%一路上调至26%。

其直接后果是，流动性突然变得不足了，间接影响则是信贷急剧萎缩。后来观察人士指责美联储破坏了经济复苏，使得经济重新陷入了恶性衰退，直到第二次世界大战开始才完全复苏。

因此，美联储主席伯南克可能不想犯同样的错误。如果2010～2012年商品和能源价格强劲复苏，几乎可以断定美联储不会响应升息和降低流动性的呼声，而是会说这只是一次性调整，并非持续通胀压力。

以往经验告诉我们，这次美联储宁愿容忍原材料价格上涨，也不会冒着破坏经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济扩张的风险。因此，从流动性角度看，仍将非常有利于大宗商品价格反弹并重新推升通胀。

在美联储的鼎力支持下银行体系似已回稳，且当前经济低迷始于2007年12月，因此可以推测经济景气将在2009年下半年某个时候触底。

以往经验表明，经济景气一旦触底就将有力反弹，因需要补充贯穿整个供应链的库存，随之而来的就会是原材料价格回升。

点评



美元滥印为大宗商品价格的复苏创造了条件，但复苏需要全球经济基本面的好转相配合。如果投资者有耐心，能够配置一些生产大宗商品上市公司的股票，相信会有不俗的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

高新技术的特殊待遇

企业所得税

个人所得税率的高低，是影响我们每个人实际收入的重要因素。同样，企业所得税也是影响上市公司净利润表现，以及企业发展后劲儿的重要因素。因此，对于各上市公司所适用的所得税率，要给予相当的重视。

税务会计

既然是所得税，当然是在所得的基础上征税，反映在上市公司身上，则是在利润总额的基础上征税（见表15-1），征税之后剩下的，才是企业的净利润。

表15-1 方大炭素2008年合并利润表

2008年1～12月　　（单位：元 币种：人民币）

项　目	本期金额
一、营业总收入	3 342 698 114.11
其中：营业收入	3 342 698 114.11
二、营业总成本	2 582 334 803.65
其中：营业成本	2 032 948 359.95
营业税金及附加	11 089 017.32
销售费用	124 668 047.67
管理费用	241 661 705.12
财务费用	135 550 036.52
资产减值损失	36 417 637.07
加：公允价值变动收益（损失以"−"号填列）	−725 158.67
投资利益（损失以"−"号填列）	−2 969 224.95
三、营业利润（亏损以"−"号填列）	756 668 926.84
加：营业外收入	72 036 295.52
减：营业外支出	18 659 533.82
其中：非流动资产处置净损失	1 570 403.96
四、利润总额（亏损总额以"−"号填列）	810 045 688.54
减：所得税费用	189 177 834.26
五、净利润（净亏损以"−"号填列）	620 867 854.28

注：摘自方大炭素2008年年报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要注意的是，税务局征收所得税时，对企业利润的计算是按照税务会计进行衡量的，而不是按照企业会计准则进行计算的，两者的核算标准存在一定差异。差异主要体现为，一些在企业会计准则中可以被视为当期成本的费用，在税务会计中不被认可。因此，税务会计核算出的利润总额，往往都大于投资者在年报中所看到的利润总额。这样一来，税务机关征收的所得税会更多。

因此，投资者在看上市公司年报时，不要用“所得税费用”除以“利润总额”，来简单地推算上市公司适用的所得税率。

当然，不能这样做的另一个原因是：**纳税是以独立法人为单位进行的，但年报中的合并利润表，很可能并不是独立法人的报表，而是由数个公司（母公司及其控股子公司）拼凑而成的“虚拟公司”，其中每个公司所适用的所得税率很可能不一样。**

查税率

准确了解上市公司所适用的所得税率，应该看上市公司年报中的财务报表附注部分，附注中有专门的一项——税项，它的内容是介绍与上市公司有关的各个税种的税率，其中就包括所得税率（见图15-1）。

中兵光电科技股份有限公司 2008 年年度报告

4、企业所得税

根据 2008 年 12 月 29 日北京市科委、市财政局、市国税局、市地税局关于公示北京市 2008 年度第三批拟认定高新技术企业名单的通知，本公司被确定为 2008 年度第三批拟认定高新技术企业，目标资产（见：六、1）的企业所得税率由原 25%调整为 15%，本公司根据该通知仍可执行高新技术企业 15%的税率。

图15-1　税项有关所得税率的内容

注：摘自中兵光电2008年年报。

刚才说了，交所得税是各独立法人自己交自己的。因此，在图中所看到的所得税率，仅仅是中兵光电作为独立法人自己适用的所得税率，并不代表它的控股子公司也适用这样的税率。

因此，上市公司子公司的所得税率，我们同样要关注。特别是那些成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要利润来源的子公司的所得税率，特别要注意。这一信息，在会计报表附注“税项”信息中，也有详细披露（见图15-2）。

2. 税收优惠及批文

2.1 本公司子公司-兰州炭素进出口有限公司、三门峡龙新炭素有限公司、上海方大投资管理有限责任公司、上海医疗器械研究所有限公司、青岛龙诚电源材料有限公司、宁夏石嘴山龙原炭素有限公司、抚顺炭素有限责任公司、合肥炭素有限责任公司、兰州海诚工程有限公司、北京方大炭素科技有限公司、抚顺莱河矿业有限公司、抚顺方大高新材料有限公司执行 25%的所得税税率。

2.2 根据甘肃省地方税务局甘地税[2002]24 号<<甘肃省地方税务局关于落实西部大开发有关税收政策实施意见的通知>>，本公司 2008 年度执行 15%的所得优惠税率。

注意：母公司与子公司的所得税率不同

图15-2 子公司税率的说明

注：摘自方大炭素2008年年报。

33%、25%与15%

长期以来，我国企业所得税的基本税率是33%，但从2008年1月1日开始，根据新税法，基本税率降至25%。更重要的是，根据税法等规定，高新技术企业可以享受15%的所得税率。

不要小看25%与15%的区别，对于一家年利润总额2亿元的企业来说（A股公司中，年利润总额超过2亿元的企业，在500家左右），意味着2000万元的差别。大家注意，2000万元可是真金白钱，如果这家企业的利润总额能够不断提高，意味着每年都能够节省2000万元以上。因此，有没有这个差别，对于一家企业来说大不一样。

八大领域

高新技术企业是一个模糊范畴，上市公司是否被认定为高新技术企业，只要看一下年报“税项”中的内容即可，对于尚未执行15%所得税率的上市公司，投资者可以对照一下科技部、国税总局颁布的《高新技术企业认定管理办法》中的界定方法，看一看未来有没有可能，差距有多大。

界定方法中，比较重要的、同时可以对照上市公司年报进行查询的，主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要包括以下条件（需同时满足）：

一、具有大学专科以上学历的科技人员占企业当年职工总数的30%以上，其中研发人员占企业当年职工总数的10%以上。

关于这一条，投资者可以查阅年报中的——公司员工情况的明细表（见图15-3）。

（五）公司员工情况

在职员工总数	2 459

1、专业构成情况

专业类别	人数
经营管理人员	415
专业技术人员	479
专业技能人员	1 565

2、教育程度情况

教育类别	人数
博士	7
硕士	85
本科	428
专科	476
中专	721
高中及以下	742

图15-3 员要构成情况

注：摘自中兵光电2008年年报。

二、高新技术产品（服务）收入占企业当年总收入的60%以上。所谓高新技术产品，包括以下八大领域：

1. 电子信息技术
2. 生物与新医药技术
3. 航空航天技术
4. 新材料技术
5. 高技术服务业
6. 新能源及节能技术
7. 资源与环境技术
8. 高新技术改造传统产业

对于这八大领域，《高新技术企业认定管理办法》中还有非常详细的说明，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者可以在网上看过详细说明之后，再对照年报中对主营业务收入的附注（见图15-4），就可以大致估计上市公司是否有望达标了。

（2）各业务的主营业务收入、主营业务成本和主营业务利润

业务类别	本年数		
	主营业务收入	主营业务成本	主营业务利润
军民两用产品	885 436 237.86	523 385 046.30	362 051 191.56
电脑刺绣机	134 539 991.38	121 505 748.54	13 034 242.84
化工液化气	129 315 135.92	125 818 886.49	3 496 249.43
合　计	1 149 291 365.16	770 709 681.33	378 581 683.83

图15-4 主营业务收入附注

时间差

按照高新技术企业的认定流程，经初步认定的高新技术企业，会在“高新技术企业认定管理工作网”（https://www.innocom.gov.cn）公示15个工作日（见图15-5）。有兴趣的投资者，可以经常到这个网站浏览一下，看看有没有上市公司进入公示期。进入公示期，上市公司一般不会进行公告（只有最终通过认定，才会公告），但此时距离最终通过认定已经有很大把握，由于能够享受15%的所得税率，对上市公司来说属于重大利好。因此，这其中的时间差值得重视。

高新技术企业认定管理工作网

高新技术企业认定公示

序号	行政区域	认定公示
1	北京市	关于公示北京市2008年度首批拟认定高新技术企业名单的通知(下载)(08.12.18) 关于公示北京市2008年度第二批拟认定高新技术企业名单的通知(下载)(08.12.24) 关于公示北京市2008年度第三批拟认定高新技术企业名单的通知(下载)(08.12.24) 关于公示北京市2008年度第四批拟认定高新技术企业名单的通知(下载)(08.12.30)
2	天津市	关于公示天津市2008年第一批拟认定高新技术企业名单的通知(下载)(08.11.07) 关于公示天津市2008年第二批拟认定高新技术企业名单的通知(下载)(08.11.24) 关于公示天津市2008年第三批拟认定高新技术企业名单的通知(下载)(08.12.05) 关于公示天津市2008年第四批拟认定高新技术企业名单的通知(下载)(08.12.24) 关于公示天津市2008年第五批拟认定高新技术企业名单的通知(下载)(08.12.29)

图15-5 高新技术认定管理工作网

需要提醒的是，高新技术企业资格自颁发证书之日起有效期为三年。企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业应在期满前三个月内提出复审申请，不提出复审申请或复审不合格的，其资格到期则自动失效。

优惠到期日

在新税法之前，国家以及各地方政府出台过一大批税收优惠政策。按照规定，这些政策中绝大部分会在新税法之后，逐步向25%的比例过渡。因此，投资者有必要对上市公司目前执行的优惠所得税率的有效性给予关注（见图15-6）。当然，如果上市公司能够被认定为高新技术企业，则仍然会享受15%的所得税率。

> 注释：（1）本公司所属在中山、大连、包头地区的子公司，适用的所得税税率为25%；（2）根据2007年3月16日经第十届全国人大会议审议通过的企业所得税法案及其后续实施细则，自2008年1月1日起，本公司以及所属在珠海市的子公司在新税法施行后5年内逐步过渡到法定税率，其中2008年按18%税率执行，2009年按20%税率执行，2010年按22%税率执行，2011年按24%税率执行，2012年按25%税率执行。

图15-6 华发股份2008年年报中有关优惠到期日的内容

一般来说，自2008年1月1日起，原享受低税率优惠政策的企业，在新税法施行后5年内逐步过渡到法定税率。其中：享受企业所得税15%税率的企业，2008年按18%税率执行，2009年按20%税率执行，2010年按22%税率执行，2011年按24%税率执行，2012年按25%税率执行；原执行24%税率的企业，2008年起按25%税率执行。

证券日报 2008年6月20日

上市公司追逐高新技术企业认定

□作者 贾丽

2008年1月1日《高新技术企业认定办法》（下称《办法》）出台，紧接着1月30日国家税务局下发《企业所得税预缴问题的通知》〔2008〕17号（下称《通知》）。根据《通知》规定，2008年1月1日之前已经被认定为高新技术企业的，在按照新税法有关规定重新认定之前，暂按25%的税率预缴企业所得税。已经被认定为高新技术的企业将享受新税法中优惠政策15%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的税率。

因而，在税收优惠政策之下，自然有不少企业想取得高新技术企业称号。

2008年6月18日，国内第一家专业从事新的高新政策研究的华税律师事务所的主任律师刘天永接受了《证券日报》记者专访，他认为如果高新技术企业重新认定不成功，企业的所得税负担显著增加，同等销售收入下净收益显然会下降，利润将可能大规模缩水。

他告诉记者，这段时间，来咨询的上市公司络绎不绝，关心的问题大多是高新技术企业认定对未来公司利润影响如何。

刘律师告诉记者："首先在高新技术企业的认定上，对于部分上市公司而言就是个麻烦事。认定条件包括自主知识产权、研究开发的组织管理水平、科技成果转化能力、成长性指标等六个缺一不可，就申请认定的企业中有40%将可能被刷下。"

刘律师认为，有些原有高新资质的公司，由于达不到高新认定的新标准，为了企业利益的最大化，应当将原有公司的有关业务或组织结构进行分解或合并，剥离出符合高新标准的部分进行认定。

他指出，原有很多外资在中国投资设立了依托外国技术专门从事产品简单加工外销的上市公司，此类公司虽然挂名高科技企业，但是实际上并没有核心自主知识产权，在新标准下必须要进行业务转型才有可能重新认定为高新。

而按照新的高新技术企业认定标准，原具有高新资质的企业中将有60%，甚至更多的企业面临失去高新资格，从而无法继续享受高新企业优惠的挑战。

刘律师为记者举了个例子：某上市公司子公司为原标准下认定的高新技术企业。2007年，公司的利润（理想模型：假设应纳税所得额=利润）为1亿，该公司当年仍在免税期内，不需要缴纳企业所得税。2008年，新企业所得税法正式实施以后，由于该企业无法达到高新认定的新标准，被取消高新资格，则同样1亿的利润需要缴纳企业所得税2500万，比2007年度新增所得税税负2500万元。

如果该公司在2007年已经进入了所得税减税阶段，则按照新所得税法实施前的高新企业一般优惠税率15%计算，2007年应缴所得税款为1500万，同样的利润在两个年度仍有1500万元的差距。

点评



从认定实施情况看，由于存在几条"硬杠杠"，取得高新技术资格的确不容易。假以时日，在上市公司之间，会由于所得税率的差异，在竞争实力上拉开更大的距离，所谓强者恒强，弱者恒弱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市公司篇

- 信息披露
- 重组
- 定向增发
- 股权激励
- 交叉持股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章

珍惜你所拥有的

信息披露

买菜时，我们会关注两类信息：一是菜价；二是质量。决定是否掏钱的最终因素，是看性价比。买股票也一样，一是看股价；二是看上市公司的质量，是否投资也要看两者的比价。

股价信息可以很容易获悉，那么与上市公司质量有关的信息从哪里来呢？主要来自信息披露。上市公司要按规定，及时、公开、准确地披露公司信息，这些信息包括赚了多少钱，投了什么项目，老总是不是换了人，等等。信息的种类很多，其内容相当丰富。

更重要的是，相对于一些机构强大的调研能力，信息披露是大多数普通投资者了解上市公司情况唯一的，也是可靠的来源。因此，对这些能够拥有的信息，更要高度重视，并善加利用。

提早半天看公告

信息披露分两种：一种是定期报告；另一种是日常信息披露。

其中定期报告分为：第一季度报告、半年度报告、第三季度报告、年度报告。上市公司定期报告的披露时间有明确规定：

年度报告的披露时间为——每年的1月1日至4月30日

第一季度报告的披露时间为——每年的4月1日至4月30日

半年度报告的披露时间为——每年的7月1日至8月31日

第三季度报告的披露时间为——每年的10月1日至10月31日

绝大多数上市公司都会在上述时间段内，披露各自的定期报告。至于具体在哪一天披露，上市公司在披露之前，都要与交易所进行预先约定。投资者可以在上海证券交易所、深圳证券交易所网站的首页，看到定期报告预约查询

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的栏目（见图16-1)。通过这个栏目，投资者可以在披露开始前，方便地查询某一家上市公司，会在哪一天披露定期报告。一般来说，很少有公司会变动预约时间，如果变动，交易所网站也会马上进行相应变更（见图16-2)。

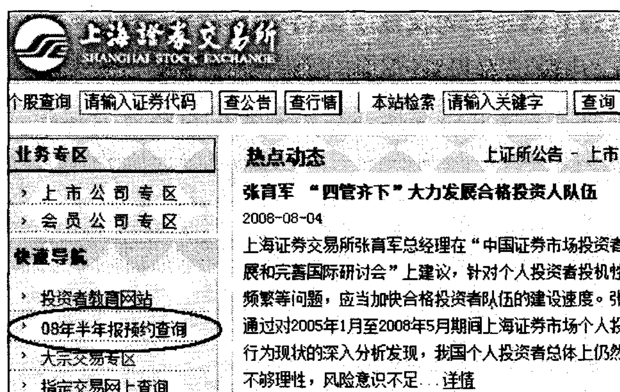


图16-1 上海证券交易所首页

公司代码	上市公司简称	报告类型	报告年度	首次预约日	一次变更日	实际披露日
600000	浦发银行	半年报（中报）	2008	2008-8-23	-	2008-8-23
600001	邯郸钢铁	半年报（中报）	2008	2008-8-30	-	-
600003	ST东北高	半年报（中报）	2008	2008-8-30	-	-
600004	白云机场	半年报（中报）	2008	2008-8-28	-	-
600005	武钢股份	半年报（中报）	2008	2008-8-11	-	2008-8-11
600006	东风汽车	半年报（中报）	2008	2008-8-29	-	-
600007	中国国贸	半年报（中报）	2008	2008-8-30	-	-
600008	首创股份	半年报（中报）	2008	2008-7-31	-	2008-7-31
600009	上海机场	半年报（中报）	2008	2008-8-28	-	-
600010	包钢股份	半年报（中报）	2008	2008-8-26	-	-
600011	华能国际	半年报（中报）	2008	2008-8-27	2008-8-28	-
600012	皖通高速	半年报（中报）	2008	2008-8-19	-	2008-8-19

图16-2 预约时间变更

值得注意的是，上市公司定期报告在上述网站实际的披露时间，比预约披露时间要早半天。也就是说，如果上市公司预约在1月23日披露年报，1月22日下午15点收盘后至24点间，公司年报就会在网站披露。

除此之外，上市公司主要是进行日常信息披露，其内容是按照相关规定，对一些事项进行披露，其中包括盈利预测、重大重组事项、发行新股预案等重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大事项，这些信息的重要性不亚于定期报告，投资者务必保持密切关注。与定期报告的实际披露时间一样，上市公司公告也是在每天收盘后，就开始更新。

此外，如果投资者想知道每天的上市公司公告中，除了自己关注的几家上市公司之外，还有哪些公司披露了值得关注的重大事项。这时候就可以阅读《上海证券报》、《中国证券报》、《证券时报》，或者通过三家报纸的网站，看看每天报纸的电子版。其重点，是看看这些报刊的头版及公司版（见图16-3）。



图16-3 上海证券报的电子版

这些报纸会在前一天晚上把值得关注的公告作成新闻或摘要，这样投资者浏览时就很方便。应该说，三家报纸关注的基本内容是一致的，但每天的侧重点会有所不同，对每一条新闻的处理也会有区别。投资者如果时间充裕，不妨都看一下。

摆脱F10依赖症

很多投资者了解上市公司披露信息的渠道，是通过股票行情软件的F10功能（注：点击计算机键盘中的F10键，大多数行情软件即会显示上市公司披露的信息）。

用F10了解上市公司信息，最大的好处是便捷。一方面免去了网上搜索，利用软件本身的在线数据库就能获取信息；另一方面大多数行情软件的F10中，各类信息都已分门别类，投资者按图索骥，查找起来十分方便。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，各种免费的行情软件中，F10的内容与格式也不尽相同，不同的投资者可能有不同的偏好。

如图16-4中所示，这是一款股票行情软件中，宝钢股份F10首页的部分内容，由港澳资讯（注：常见的股票软件F10内容提供机构）提供。大家可以看到，首页是“最新提示”页面。该页面几乎将投资者最常用、最需要了解的财务数据、指标以及最新资讯囊括其中，如每股收益、净资产收益率、每股资本公积、中报预约披露时间，等等。

宝钢股份 最新提示 公司概况 财务分析 股东研究 股本股改 重要事项 公司报导 行业分析
公司大事 港澳分析 经营分析 主力追踪 分红扩股 高层治理 百家争鸣 关联个股

☆最新提示☆ ◇港澳资讯600019 更新日期：2008-08-18◇ 灵通V4.0

★本栏包括【1.最新公告】、【2.最新报道】、【3.最新异动】、【4.最新运作】

★最新主要指标★	08-08-19	08-03-31	07-12-31	07-09-30	07-03-31
每股收益(元)	-	0.2400	0.7300	0.6000	0.2100
每股净资产(元)	-	5.2900	5.0500	4.9000	4.8500
净资产收益率(%)	-	4.60	14.37	12.29	4.32
总股本(亿股)	175.1200	175.1200	175.1200	175.1200	175.1200
实际流通A股(亿股)	175.1200	56.1108	56.1108	56.1108	47.3548
限售流通A股(亿股)	-	119.0092	119.0092	119.0092	127.7652
最新指标变动原因	限售股上市				

08-03-31 每股资本公积：1.909 主营收入(万元)：4695605.02同比增 9.43%

08-03-31 每股未分利润：1.478 净利润(万元)：425943.79同比增 15.88%

★最新公告：08-14日刊登有限售条件流通股可上市流通公告。(详见后)

★最新报道：08-18日宝钢股份119亿限售股将于19日上市流通 宝钢集团无意减持。(详见后)

★最新分红扩股和未来事项：
【分红】 2007年度 10派3.5(含税)(实施) 股权登记日：2008-5-12 除权除息日：2008-5-13
【发行可转债】 2008-6-18 1000000.00万元(实施)

★特别提醒：
★2008中报预约披露时间： 2008-8-29

【1.最新公告】
2008- 8-14刊登有限售条件流通股可上市流通公告
宝钢股份有限售条件流通股可上市流通公告
宝山钢铁股份有限公司本次有限售条件的流通股11900917441股将于2008年8月19日起上市流通。

图16-4 宝钢股份F10首页的部分内容

在实践中，“最新提示”页面，最为投资者青睐，不仅常用数据，在此一望便知，即使是不太熟悉的上市公司，花两分钟浏览一下，对公司概况，也就有了大致了解。

虽然使用便捷、查询迅速，但F10中还是有几点不容忽视的缺憾：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，上市公司公告无法全文披露，只能显示摘要。这一缺陷，在披露重要公告时显得尤其明显（重要公告原文普遍较长）。因为摘要可能会遗漏全文中的重要信息。

第二，一些重要的非财务信息不能显示。F10中，对于年报、中报、季报的摘编相对简单，大多只保留一些财务数据，很多有价值的非财务信息却不能显示。如上市公司实际控制人，等等。即使是财务信息中，如会计附注这样的重要信息，也没有体现。

第三，一些行情软件的F10中，数据不能及时更新，更有甚者，错误率还较高，投资者若以此作为决策依据，有可能被误导。

因此，建议投资者将F10作为日常看盘，或者浏览上市公司概况时的工具，但如果详细研读上市公司基本面，或者据此作投资决策时，切不可依赖F10，而是一定要去看公告原文。

巨潮网

查询上市公司披露信息的原文，投资者可以选择巨潮资讯网（http://www.cninfo.com.cn）。

巨潮网首页抬头处，有专门的证券查询栏（见图16-5）。输入股票代码后，会看到一个清晰的上市公司信息页面（见图16-6）。

图16-5 巨潮网首页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

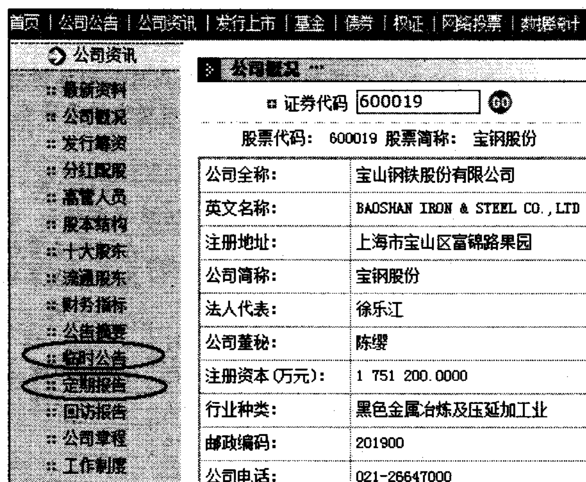


图16-6 上市公司信息页面

该页面中，投资者最常用的，是“临时公告”栏目，以及“定期报告”栏目。前者会显示，上市公司最近几年中，所有的公告原文；而后者则涵盖了上市公司近几年披露过的年报、半年报以及季报。

巨潮网的优点在于，兼具了权威性与简洁性。比如同样一份上市公司公告，巨潮网提供的都是最权威的PDF文档，而绝大多数财经类网站则只会以网页形式显示。两厢比较，网页形式在处理包括大量数据的复杂文件时，格式很可能相当混乱（见图16-7），容易“看走眼”，而PDF文档则一清二楚、明白无误（见图16-8）。

1.购销商品、接受劳务

主要是宝钢股份及其下属控股非金融企业与宝钢集团有限公司公司（以下称集团公司）及其下属控股子公司发生的日常关联交易，

2008年度预计金额472 亿元。

单位：百万元

序号	关联交易类别	定价原则	预计交易总金额	2008年预计占预计主营收入或主营成本的比例
一	采购商品	市场价	21 106.91	12.34%
二	销售产品、商品	市场价	19 826.45	9.91%
三	接受劳务	协议价	6 298.40	3.68%

图16-7 网页形式的文件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html
（请勿转载！）

1. 购销商品、接受劳务

主要是宝钢股份及其下属控股非金融企业与宝钢集团有限公司公司（以下称集团公司）及其下属控股子公司发生的日常关联交易，2008 年度预计金额 472 亿元。

单位：百万元

序号	关联交易类别	定价原则	2008 年预计	
			预计交易总金额	占预计主营收入或主营成本的比例
一	采购商品	市场价	21 106.91	12.34%
二	销售产品、商品	市场价	19 826.45	9.91%
三	接受劳务	协议价	6 298.40	3.68%
合计			47 231.76	

图16-8 PDF格式的文件

巨潮网的资料查询也有不足：首先是上市公司公告内容只保留2～3年，三年前的公告，一般无法查询；其次，对公告内容，特别是年报、半年报、季报内容，没有进行很好的分类、辑要。

中国上市公司资讯网

为弥补上述缺憾，投资者可以登录中国上市公司资讯网http://www. cnlist. com（见图16-9）进行查询。

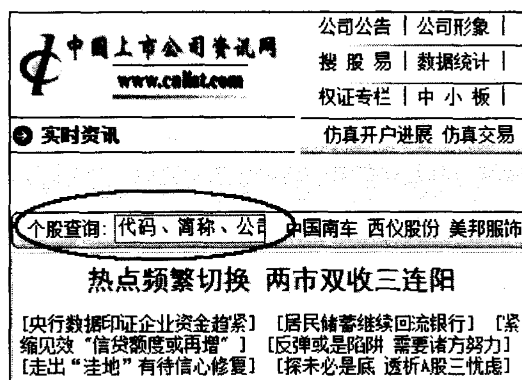


图16-9 中国上市公司资讯网

通过该网站首页的“个股查询”栏目，即可进入到个股信息页面。与巨潮网的内容不同，该网站几乎收集了各上市公司自上市以来的每一份公告。通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方均可开户 微信 微信咨询 客服热线 958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理想论坛图书馆藏书
http://www.55188.com/forum-53-1.html
（请勿转载！）

过该网站提供的时间段选择功能，很多公司十几年前的公告，都可以找到。这一功能在目前各财经网站中极为罕见。

此外，该网站还将定期报告中一些重要的非财务信息进行了摘编，便于投资者查询。如“直接间接控制人”的查询栏目，就是该网站的特色。这一重要信息虽然看起来不复杂，但绝大多数行情软件、财经网站，都无法查询。而有了这项功能，则能免去投资者查找上市公司年报原文的烦琐。

当然，与巨潮网相比较，中国上市公司资讯网在信息的及时性以及权威性上（很多上市公司公告，不能提供PDF格式文档），还稍逊一筹。因此，若投资者仅仅查询近几年内上市公司披露的信息，最好还是以巨潮网为首选。

这里要特别提醒一下，如果投资者在开盘的时候，发现自己手上的股票停牌，那么就得马上看看是为什么。先查一下，公司公告中有什么重大事项。如果公司并未公告要停牌，那么就得通过交易所网站看看是否有紧急事项。一般来说，如果媒体上刊登了对公司股价可能有重大影响的文章，而文章的主要内容，公司又从未披露过，交易所会将这只股票紧急停牌，并要求上市公司做出解释。在解释内容通过公告发布之前，该股票都会保持停牌。

掌握阅读要领

上市公司定期报告内容庞杂、篇幅很长、要点众多，尤其是上市公司年报，上述特点十分突出。

从2008年年报的情况看，其篇幅在11万字左右。若不得要领，看年报会浪费相当多时间。当然，读懂、读通并用好年报并非朝夕之功（投资者若感兴趣，可参考拙著《明明白白看年报投资者必读》[⊖]）。一般而言，建议投资者先精读3～4份上市公司年报，这样就能较为熟练地把握阅读上市公司年报的基本要领。**请注意，所谓精读，一定要逐字逐句地阅读上市公司年报全文，阅读时要结合该公司以前年度的年报。**

在选择所精读的年报时，最好挑选一家自己平时比较关注的上市公司的年报，一家业绩多年持续大幅增长的上市公司的年报，再找一家多年微利甚至亏损的上市公司的年报。这样，有利于熟悉不同业绩类型上市公司的基本特色。

⊖ 该书已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍返还差价 全国最低 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

精读之后，如果投资者还有时间，可以选择不同行业的上市公司年报进行解读，这样有利于熟悉各行业的基本财务特征。阅读时，每个行业最好选择两家公司进行对照，这样有利于加深理解年报中各项要素的功能与意义。

与年报长篇累牍不同，上市公司公告大多篇幅有限，但阅读时仍需牢记三点要领：

其一，**认真**。无论是有意还是无意，一些上市公司在公布包括重要信息的公告时，如果其内容属于负面，公司有时会将关键信息，置于长篇公告中的一个不起眼之处，或者将负面信息轻描淡写地一笔带过。如果投资者没有耐心一点点看完公告，会很难发现关键之处。因此，对于上市公司公告，特别是重点关注的上市公司公告，投资者务必认真阅读，切不可一目十行一扫而过。

其二，**重数据**。与公告中的文字表述相比，各类财务数据更具客观性。比如说，某家上市公司年报中会有这样类似的表述：公司××年净利润同比提高50%，主要原因是公司主营业务快速增长所致。但实际上，如果投资者仔细看当年财务报表，就会发现，公司的主营业务虽然快速增长，但主营业务利润却是在下降，真正导致公司利润同比提高的因素，是其控股的一家房地产公司的楼盘进入了销售期。而房地产业务却并非公司主营业务，虽然公司的净利润同比有所提高，但公司的主营业务却是在萎缩。

因此，如果投资者仅仅看中公告中的文字表述，则有可能被误导进而误判。

其三，**重比较**。一家公司的优劣与否，很多时候，只有通过比较才能下判断。特别是同行业公司间、竞争对手公司间的比较，对于准确判断公司的管理能力、盈利能力尤其重要。有时候，全行业的兴旺，会掩盖一家上市公司的真实管理水平，但只要通过比较（如主营业务利润率、产品毛利率、应收账款与销售收入之比等等），公司间的高下立判。

前科之鉴

对于那些曾经在信息披露中造假，被证监会、交易所处罚过的公司，投资者尽量不要碰。当然，如果公司已经重组，公司管理层已经换人，那则另当别论。

这些公司继续出现违规情况的概率，较之“清白”的公司要大不少。普通投资者在客观上，不可能去鉴别其真伪。因此，退避三舍是理性的选择。

此外，投资者还可以查一下上市公司以往的公告，对比一下，曾经勾勒的未来是否实现了，对那些一再向投资者许诺空头支票，总是食言的上市公司也不可轻信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新民晚报 2008年8月27日

沪深交易所发文明确上市公司矿业权信息披露要求

□作者 连建明

上海证券交易所和深圳证券交易所昨天均发布了相关规定，进一步明确了上市公司矿业权信息披露的格式和内容。业内人士认为，这有利于一些公司用矿产资源注入进行重组的规范。

这几年，上市公司资产重组依然十分热闹，重组的内容出现一些新的变化。由于这几年资源产品价格一路上涨，矿业资源也就成为重组中的热门题材，一些大股东或其他重组方将煤炭、铁矿石等各种矿业装入上市公司。但是，这种重组中也出现一些问题和争议，特别是对于矿业资产的价值评估，最容易引发争议。现在的重组方式，大部分采取定向增发的方法，如果矿业资源价值越高，重组方拿到上市公司的股份就越多，这种利益驱动使得市场各方对矿产资源的真正价值看法差异很大。

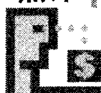
最典型的是近期的吉林制药(000545)重组中，拟注入的滨地钾肥就引起很大争议，矿权涨了500多倍，市场人士很是质疑。所以，对于这类重组信息披露的规范十分必要。

昨天，沪深交易所出台的规定比较详细，上证所制定发布的《上市公司临时公告格式指引第十八号：上市公司矿业权的取得、转让公告》，明确要求上市公司对矿业权的权属状况、资源开采的审批以及矿业权估值等进行详尽披露。

《格式指引》规定，上市公司新设取得矿业权的，应披露矿业权的取得方式，是否已取得国土资源主管部门颁发的许可证，等等。转让矿业权的，应披露出让人是否已取得合法的矿业权证书，转让的矿业权是否已按国家有关规定缴纳相关费用，拟转让的矿业权权属转移需履行的程序，矿业权转让是否已取得国土资源主管部门的同意并办理了登记手续，等等。上市公司拟收购或出售其主要资产为矿业权的其他公司股权的，应参照前述规定披露矿业权的权属情况以及有权部门的审批情况。

根据《格式指引》，上市公司应按行业通行标准披露取得或者转让的矿业权的勘查面积或者矿区面积、资源储量、生产规模、矿业权有效存续年限等据以说明矿业权价值的因素；上市公司应结合公司水、电、开发技术等生产配套条件，披露相关矿产产业化的预期达产时间、生产规模、投资收益率等事项；上市公司应明确披露取得或者转让的矿业权的作价依据、作价方法和价款支付方法。

点评



从趋势上看，上市公司信息披露的内容会越来越详细、越来越专业、越来越完备，投资者应该备加珍惜，认真对待，否则，很可能会输在起跑线上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 联系QQ：1578260088 更多书籍下载请进:http://www.7help.net
理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

第1/章

麻雀变凤凰

重组

安安心心上班，辛辛苦苦工作，然后和家人踏踏实实过日子，日积月累攒下钱，换一套更大更敞亮的房子，是很多人的生活状态。其实大多数上市公司也是这样，每天为了赚钱忙着人、财、物、产、供、销，平凡着、努力着。

但有些人的日子却不这样，他们不安于现状，于是跳槽，或者自主创业，折腾再大点，或许远走异国留学，更有甚者，干脆离婚另娶再嫁。上市公司当中也同样有这种异动分子，它们的行为被称为重组。

与人相似，上市公司的重组也有轻重之分，大小不同。简单说，可分为两种：一种是改良式的，比较温和，如收购一家企业、购买一笔资产，等等，这种重组不至于从根本上改变上市公司的规模、主业；另一种重组很激进，会颠覆上市公司的主营业务、资产形态、管理层，乃至公司名称股票简称都要重新来过。这样的重组模式往往会引起市场的高度兴奋。

整体与借壳

激进型重组又分两种：整体上市与借壳上市。前者是说，一家上市公司本来只是某集团公司的一部分，通过重组，集团公司将自己的核心优良资产放进上市公司；后者是指，一家公司本不是上市公司，通过购买上市公司的控股权，进而将自己的资产注入上市公司。

整体上市的案例中，近期有代表性的是贵航股份。贵航股份的大股东是贵州航空工业集团（央企），贵航股份在重组前，只是集团公司控股的一家中型上市公司，主营是汽车零部件。2009年初，通过重组，集团公司将自己的核心资产航空零部件注入了上市公司。重组预案在2009年2月一经公告，贵航股份的股价便连续数个涨停（见图17-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

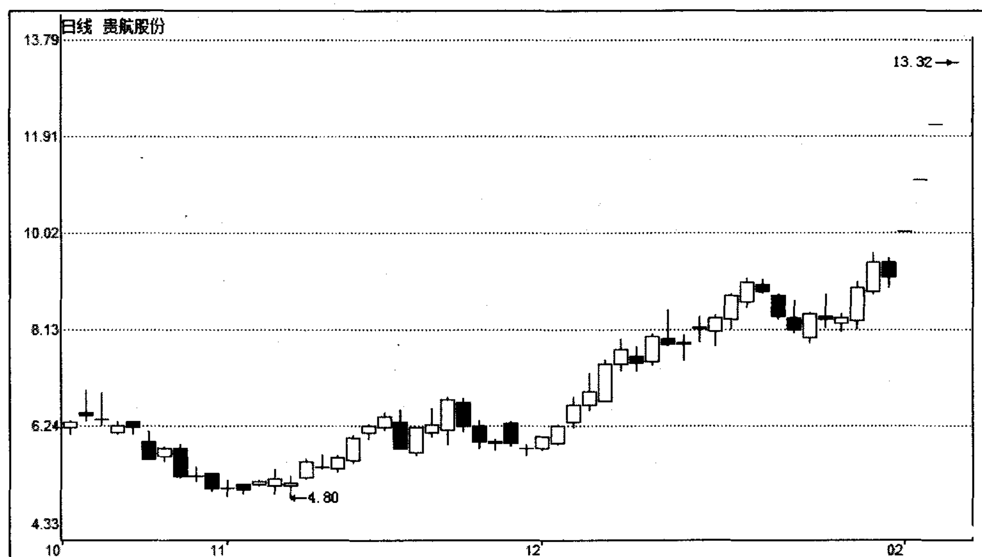


图17-1 2008年10月至2009年2月贵航股份K线图（日线）

借壳上市的代表是海通证券，也就是原来的都市股份。海通证券购买了都市股份几个股东所持有的股份，成为都市股份新的大股东，之后通过资产置换，海通证券将自己证券类的资产放进上市公司，在重组后10个月的时间里，其股价涨了10倍。

最终控制人

想体验股价火箭式上升，就要在重组前买进这些公司的股票。我们先来分析，哪些公司有整体上市的潜力。

首先，要看上市公司的大股东或者说实际控制人是谁。大股东如果实力不济，即使整体上了，从股价表现来说，也缺乏想象力。从A股上市公司的情况看，大股东或实际控制人分为三类：一是央企，也就是上市公司大股东被国务院国资委直接控制；二是地方国资委；三是个人。

三类中，有潜力整体上市的公司，集中在前两者，特别是央企。截至2009年2月份，我国的中央控股企业有141家，控股的上市公司有200多家（具体名单见附件1）。

当然，上市公司大股东有时会进行变更，因此，投资者可以在上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年报中，查询一下上市公司的最终控制人，这就一目了然（实例见图17-2）。

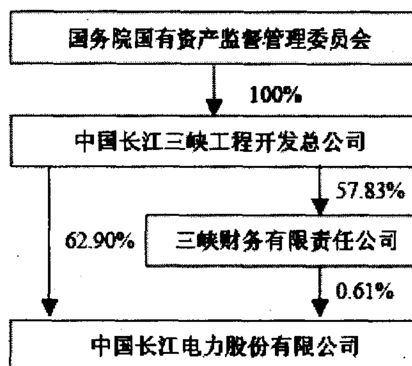


图17-2 公司与控股股东及实际控制人之间的产权控制关系图

资料来源：长江电力2006年年度报告。

此外，各省市也有一些自己的大型国企——如已经实现整体上市的上海汽车集团，也都有可能实现整体上市。这类大型国企的名单不好统计，投资者如果有心，不妨在网上查询一下，摸一摸上市公司大股东的底细。

总之，如果投资者发现，上市公司的大股东是央企或地方大型企业，那么就可以入围有整体上市潜力的大名单了。

接下来，可以从网上查找一下，看看大股东的实力如何，是否还有一些非常优质的资产没有注入上市公司。只有优质资产的注入，上市公司的股价才可能一飞冲天。

最后还要查一下，你所看中的上市公司，它的大股东旗下是否还有其他的上市公司。如果一家央企底下控股了几家上市公司，这就要判断，央企可能把优质资产向哪家公司注入。

一般来说，央企整体上市，会选择那些目前的主营业务与即将注入资产相一致的上市公司。比如说，某央企的主业是有色金属，控股了两家上市公司，一家主营有色金属，另一家主营房地产，那么这家央企选择整体上市时，很可能会选前者。

谁会是壳

至于哪些公司会被其他公司借壳上市，我们可从以下这几方面寻找迹象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，绩差公司，主营业务没什么发展前途的公司。这其中包括一些亏损公司，或长年在亏损边缘徘徊的微利公司。借壳上市类型的重组基本上都来自于这样的上市公司。

第二，曾经有过借壳上市重组经历的上市公司，再度被借壳的可能性较高。据统计，目前实际控制人更换过的上市公司在400家左右。投资者可以重点在这个范围中，寻找那些目前景况不佳的上市公司，特别是那些实际控制人依然是个人的公司。这些公司的控股股东当初借壳时，实力并不强，大多是抱着捞一把就走的心态，如果目前经营遇到困难，一旦价格合适，条件成熟，这些上市公司的控股股东还是愿意将控股权转让的。

第三，如果上市公司股权过于分散，是不利于借壳者收购股权的。因此，那些大股东占有控股权的上市公司，相对来说更有利于被别人借壳。

第四，看看上市公司是否负债累累，官司缠身。这样的公司，被借壳的难度就比较大，而且即使被借壳了，也存在一系列不确定性因素。有可能时不时暴露出一些让人心惊肉跳的黑幕。对这样的公司，务必高度戒备。

小赌怡情

一旦上市公司公告将进行重组，都会同时停牌，直至重组手续全部完备后才会复牌。而复牌伊始，往往就连续无量涨停，根本买不到股票。因此，投资者可以根据上述分析进行预判，然后在一个很小的范围内下注。一旦推测准确，就可以坐稳火箭，享受一下在云上的日子了。

当然，如果投资者以这种思路买股，不妨记住这样一句话：小赌怡情，大赌乱性。

在你的投资组合中，用一小部分资金作这样的试探并无不可，即使失败了，也不会有太大的损失，一旦成功，资金连翻数倍，收益也是相当喜人的。但如果将大部分资金压上去，这就真的无异于赌博了，而且投资者一旦养成了这种习惯，难免有一天会失手，并因此蒙受巨额损失。

要知道，重组的过程中，不确定性相当大。即使你通过某个值得信任的渠道，得到了某家上市公司进行重组的消息，也切不可以轻信。重组过程波谲云诡，一个很小的因素就可能打乱既定计划。不到最后一刻，谁也不敢轻言重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组成功。不少上市公司的重组计划就在最后签定协议前被推翻了。

急于圈钱

在投资者看来，也许借壳上市与一只新股上市没什么区别。但这些通过借壳上市的公司却不会这么想，虽然通过借壳成为了上市公司，但它却不像一只新股，在上市的同时发行了股票募集了资金。没有圈到钱也就算了，而且为了买壳还花费了不少钱。因此，这些公司上市后的首要目标就是急于圈钱——发行新股募集资金。有兴趣的投资者不妨查阅一下，自2006年以来，那些借壳上市的公司，几乎无一例外的都在运作发行新股事宜，只不过有的已经完成，有的还在进行当中。

目前发行新股圈钱的方式主要是定向增发或公开增发，无论是哪一种，股票发行价格都与二级市场的股价息息相关。股价高，发行价格才能高，发行价格高，募集到的钱才更多。正是这种逻辑，使借壳上市的公司有足够的动力关心自身股价。在实际中，经常会出现借壳上市的公司，在重新复牌后，股价一路上涨，然后推出增发方案的情况。

作为投资者，我们不妨保持一种实用主义的心态，且不用评价上市公司这种思路是不是真正有利于公司未来发展，只考虑这当中是不是会有投资机会为我所用。

中央企业负责人会议上的讲话　　2008年12月15日

2009年国资委主要工作

□国资委主任　李荣融

按照2009年工作总体要求和思路，国资委要重点抓好以下工作。

一是深化中央企业公司制股份制改革。加快推进中央企业母公司公司制股份制改革，除了涉及国家安全或国家产业政策禁止外资、民营资本投资的企业外，其他中央企业母公司要逐步改制为多元股东持股的公司。鼓励中央企业之间、中央企业与地方企业相互持股，鼓励上下游企业相互参股，促进投资主体多元化。推动符合条件的中央企业整体改制上市或按主业板块整体上市，支持具备条件的中央企业把主业资产逐步注入上市公司。鼓励中央企业做好控股上市公司的整合工作，做强做大上市公司。积极探索国资委直接持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

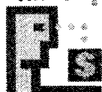
整体上市中央企业股权。

二是积极推进中央企业建立完善规范的董事会。扩大外部董事选择范围，充实外部董事人才储备，提高外部董事配备比例，探索从中央企业现职负责人中选聘外部董事包括外部董事长。继续开展外部董事担任董事长、总经理担任法定代表人的探索。建立对董事会成员定期培训的机制和体系，提高董事的行权履职能力。指导试点企业董事会做好高级管理者选聘工作，全面启动试点企业董事会、董事评价工作，加强董事队伍建设。

三是加快推进中央企业结构优化和产业升级。按照国务院的总体要求，继续沿产业链和价值链方向，将企业自愿重组与出资人主导重组有机结合，加快推进中央企业联合重组和资源整合，到2010年中央企业减少到80～100家，努力培育30～50家具有国际竞争力的大公司大企业集团。引导中央企业加快淘汰落后工艺装备，引进核心技术、重要装备和关键人才，广泛应用新技术、新工艺、新材料，集聚产业，提升水平，培育自主核心技术知识产权和知名品牌。督促中央企业优化资本结构，改善债务结构,提高投资效益,有效管控风险。继续推进资产经营公司试点，组建新的资产经营公司，加大对在行业中国家政策允许放开、不具领先地位、经营规模小、经济效益不高、主业不清晰的企业和非主业资产的调整或退出力度。确定并公布一批国有资本必须保持控制力的重要子企业名单，增强中央企业控制力。

四是稳步推进中央企业收入分配制度改革。积极稳妥推进工资总额预算管理改革，严格执行收入分配重大事项审核报告制度。进一步规范和完善中央企业负责人薪酬管理，合理调控企业负责人薪酬水平，规范上市公司股权激励，探索非上市企业中长期激励方式。

点评



讲话中称，2010年中央企业减少到80～100家。而截至2009年2月，央企尚有141家。由此可见，2009、2010年，央企重组力度会相当大，而央企类上市公司也将面临宝贵的重组机遇。

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附件1 中央企业及所控股A股上市公司明细表（截至2009年2月）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
中石油（601857） 石油济柴（000617）	中国石油天然气集团公司	原油、天然气勘探开发、开采 石油炼制、石油化工及其他化工产品的生产、储运及贸易，石油、天然气管道运输及贸易 相关工程技术研究与服务
中石化（600028） S上石化（600668） S仪化（600871） 泰山石油（000554） 江钻股份（000852）	中国石油化工集团公司	原油、天然气勘探开发、开采 石油炼制、石油化工及其他化工产品的生产、储运及贸易，石油、天然气管道运输及贸易 相关工程技术研究与服务
中海油服（601808） 海油工程（600583）	中国海洋石油总公司	原油、天然气勘探开发、开采 石油炼制、石油化工及其他化工产品的生产、储运及贸易，石油、天然气管道运输及贸易 相关工程技术研究与服务
国电南瑞（600406） 金马集团（000602） 乐山电力（600644） 明星电力（600101） 西昌电力（600505） 岷江水电（600131）	国家电网公司	电力供应与生产 相关专业技术服务
文山电力（600995）	中国南方电网有限责任公司	电力供应与生产 相关专业技术服务
华能国际（600011） 鲁能泰山（000720） 内蒙华电（600863）	中国华能集团公司	电力生产、热力生产和供应 与电力相关的煤炭等一次能源开发 相关交通运输、专业技术服务
国电电力（600795） 长源电力（000966）	中国国电集团公司	电力生产、热力生产和供应 相关专业技术服务
华电能源（600726） 华电国际（600027） 国电南自（600268）	中国华电集团公司	电力生产、热力生产和供应 与电力相关的煤炭等一次能源开发 相关专业技术服务
大唐发电（601991） 桂冠电力（600236） 华银电力（600744）	中国大唐集团公司	电力生产、热力生产和供应 相关专业技术服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
上海电力（600021） 漳泽电力（000767） 九龙电力（600292） 吉电股份（000875） 东方热电（000958）	中国电力投资集团公司	电力生产、热力生产和供应 相关专业技术服务
长江电力（600900） 金风科技（002202）	中国长江三峡工程开发总公司	水利工程建设与管理 电力生产 相关专业技术服务
鞍钢股份（000898）	鞍山钢铁集团公司	黑色金属采矿、冶炼及加工 钢铁贸易 冶金工程技术服务
宝钢股份（600019） 八一钢铁（600581） 广钢股份（600894） 韶钢松山（000717） 宝信软件（600845）	上海宝钢集团公司	黑色金属采矿、冶炼及加工 钢铁贸易 冶金工程技术服务
武钢股份（600005） 柳钢股份（601003）	武汉钢铁（集团）公司	黑色金属采矿、冶炼及加工 钢铁贸易 冶金工程技术服务
攀钢钢钒（000629） 攀渝钛业（000515） 长城股份（000569）	攀枝花钢铁（集团）公司	黑色金属采矿、冶炼及加工，钒钛产品加工 钢铁、钒钛贸易 冶金工程技术服务
中国铝业（601600） 焦作万方（000612）	中国铝业公司	铝土矿采选，铝冶炼、加工及贸易 稀有稀土金属矿采选，稀有稀土金属冶炼、加工及贸易 相关工程技术服务
	中国第一重型机械集团公司	大型金属铸、锻加工 矿山、冶金、化工、锻压、核岛等专用、成套设备制造与技术研究
	中国第二重型机械集团公司	大型金属铸、锻加工 矿山、冶金、化工、锻压、核岛等专用、成套设备制造与技术研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿 开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
阿继电器（000922）	哈尔滨电站设备集团公司	发电成套设备、电动机制造 输配电设备、电力控制设备、电工器材制造 相关设备成套、技术研究与工程承包
东方电气（600875）	中国东方电气集团公司	发电成套设备、电动机制造 电站工程承包、设备成套及技术研究、服务 电力自动控制设备、环保节能设备制造及贸易
宝光股份（600379）	西安电力机械制造公司	输变电及控制设备制造 相关技术研究、服务
一汽轿车（000800） 一汽夏利（000927） 一汽富维（600742） 启明信息（002232）	中国第一汽车集团公司	汽车制造、销售、服务 汽车技术研究、开发及服务
东风汽车（600006） 东风科技（600081）	东风汽车公司	汽车制造、销售、服务 汽车技术研究、开发及服务
长城电脑（000066） 长城开发（000021） 长城信息（000748） 深桑达（000032） 中国软件（600536） 夏新电子（600057） 上海贝岭（600171） 华东科技（000727） 中电广通（600764） 南京熊猫（600775）	中国电子信息产业集团公司	电子产品制造 电子产品贸易、服务 软件设计及应用
中国神华（601088）	神华集团有限责任公司	煤炭生产、销售 电力生产、热力生产和供应 煤制油及煤化工 相关铁路、港口等运输服务
	中国建筑工程总公司	建筑工程 房地产开发经营、物业管理、中介服务 建筑工程技术服务
五矿发展（600058） 关铝股份（000831）	中国五矿集团公司	金属及矿产品贸易，金属期货 金属及矿产品开发利用 货物运输及代理服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
中粮地产（000031） 中粮屯河（600737） 丰原生化（000930）	中粮集团有限公司	食品加工与制造 粮油、食品贸易，粮油糖期货及物流 酒店、房地产开发经营
中国国航（601111）	中国航空集团公司	航空运输 相关配套服务
东方航空（600115）	中国东方航空集团公司	航空运输 相关配套服务
南方航空（600029）	中国南方航空集团公司	航空运输 相关配套服务
中远航运（600428） 中集集团（000039）	中国远洋运输（集团）总公司	水上运输 船舶及浮动装置制造与修理 物流及与运输相关的配套服务
中海发展（600026） 中海海盛（600896）	中国海运（集团）总公司	水上运输 船舶及浮动装置制造与修理 物流及与运输相关的配套服务
	中国电信集团公司	电信和其他信息传输服务
	中国移动通信集团公司	电信和其他信息传输服务
中国联通（600050）	中国联合网络通信集团有限公司	电信和其他信息传输服务
中核科技（000777）	中国核工业集团公司	军工生产 放射性金属矿产勘查及采选，核燃料加工，核辐射加工，核能利用 核技术研究及工程勘查、设计
	中国核工业建设集团公司	军工工程 核电工程，核能利用 核工程技术研究、服务
火箭股份（600879） 航天机电（600151） 航天动力（600343） 中国卫星（600118）	中国航天科技集团公司	军工生产 航天器、通信及电子设备、汽车零部件、专用机械设备及材料制造 航天工程及技术研究、服务
航天信息（600271） 航天晨光（600501） 航天电器（002025） 航天通信（600677） 航天长峰（600855） 航天科技（000901）	中国航天科工集团公司	军工生产 航天器、通信及电子设备、专用汽车及零部件、专用设备制造 航天工程及技术研究、服务
	中国航空工业集团公司	军工生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿 … 和书籍下载请进:http://www.7help.net

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
西飞国际（000768） 力源液压（600765） 贵航股份（600523） 飞亚达（000026） 中航地产（000043） 深天马（000050） ST宇航（000738） 哈飞股份（600038） 洪都航空（600316） 东安动力（600178） 昌河股份（600372） 成发科技（600391） 中航光电（002179） 成飞集成（002190） 中航精机（002013）	中国航空工业集团公司	飞机、航空发动机和机载装备制造及修理，汽车、摩托车及零部件与通用、专用设备制造 航空工程及技术研究、服务
中国船舶（600150） 广船国际（600685） 中船股份（600072）	中国船舶工业集团公司	军工生产 船舶、浮动装置与相关设备制造，金属制品与专用设备制造 船舶工程及技术研究、服务
风帆股份（600482）	中国船舶重工集团公司	军工生产 船舶、浮动装置与相关设备制造，金属制品与专用设备制造 船舶工程及技术研究、服务
辽通化工（000059） 新华光（600184） 中兵光电（600435） 北方创业（600967） 晋西车轴（600495） 凌云股份（600480） 北方国际（000065） 长春一东（600148） 北方股份（600262）	中国兵器工业集团公司	军工生产 光电仪器、化工产品、汽车及零部件制造，专用设备制造 兵器工程及技术研究、服务
长安汽车（000625） 中国嘉陵（600877） 济南轻骑（600698） 利达光电（002189） 天威保变（600550）	中国兵器装备集团公司（中国南方工业集团公司）	军工生产 光电仪器、化工产品、汽车与摩托车制造 兵器工程及技术研究、服务
华东电脑（600850） 四创电子（600990）	中国电子科技集团公司	军工生产 通信设备、计算机、其他电子设备制造，软件开发及应用 电子技术研究、服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
国投新集（601918） 国投中鲁（600962） 国投电力（600886） 中纺投资（600061） 高新张铜（002075）	国家开发投资公司	投资与资产管理 实业投资（能源、交通运输、化肥、高科技产业） 资产管理
中化国际（600500）	中国中化集团公司	石油、化肥、化工产品贸易、分销及物流，原油、燃料油、天然橡胶期货 境外油气资源勘探开发，石油炼制，化学矿采选，化肥和化工品生产 酒店、房地产开发经营
	中国广东核电集团有限公司	以核能为主的电力生产、热力生产和供应 相关专业技术服务 核废物处置
南方汇通（000920） 时代新材（600458）	中国南方机车车辆工业集团公司	铁路运输设备制造（包括城市轨道交通） 相关技术研究、服务
	中国北方机车车辆工业集团公司	铁路运输设备制造（包括城市轨道交通） 相关技术研究、服务
东方通信（600776） 上海邮通（600680） 宁通信B（200468）	中国普天信息产业集团公司	通信产品制造 通信产品贸易 相关技术研究、服务
中煤能源（601898） 上海能源（600508） 煤气化（000968）	中国中煤能源集团公司	煤炭生产及贸易，煤化工、煤气层开发，坑口发电 煤矿建设、煤机制造及相关工程技术服务
河池化工（000953） 沧州大化（600230） 黄海股份（600579） 蓝星清洗（000598） 蓝星新材（600299） 天科股份（600378） 沈阳化工（000698）	中国化工集团公司	化工原料、化工产品生产及贸易 化学矿勘探开发 相关工程技术研究、开发、服务与专用设备制造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 理想论坛图书馆藏书 下载请进:http://www.7help.net
http://www.55188.com/forum-53-1.html
（请勿转载！）

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
中国铁建（601186）	中国铁道建筑总公司	建筑工程
		相关工程技术研究、服务、地质勘查与设备制造
		房地产开发经营
保利地产（600048）	中国保利集团公司	军品贸易、民品贸易
		房地产开发经营、物业管理、中介服务
		文化艺术经营
招商银行（600036） 招商地产（000024） 招商轮船（601872） 华北高速（000916）	招商局集团有限公司	交通运输及相关基础设施建设、经营与服务
		金融资产投资与管理
		房地产开发经营
万科（000002） 东阿阿胶（000423） 华润锦华（000810） 三九医药（000999） 华源发展（600757）	华润(集团)有限公司	日用消费品制造与分销
		地产及相关行业
		基础设施及公用事业
中国医药（600056） 天方药业（600253）	中国通用技术(集团)控股有限责任公司	重大技术装备、机电产品贸易及关键设备制造
		医药生产及贸易
		相关配套服务
	中国储备粮管理总公司	粮油仓储、加工、贸易及物流
		仓储技术研究、服务
中国中铁（601390） 中铁二局（600528）	中国铁路工程总公司	建筑工程
		相关工程技术研究、勘查、设计、服务与专用设备制造
		房地产开发经营
	中国铁通集团有限公司	电信和其他信息传输服务
美利纸业（000815）	中国冶金科工集团公司	建筑工程
		相关工程技术研究、勘查、设计、服务与专用设备制造，金属矿产品开发利用
		房地产开发经营
	中国机械装备集团公司	重大技术装备、机电与汽车产品贸易
		通用设备制造
		重大技术装备、机电与汽车产品贸易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
	中国水利水电建设集团公司	建筑工程 相关工程技术研究、勘查、设计、服务与专用设备制造 水电投资建设与经营 房地产开发经营
外运发展（600270） 长航凤凰（000520） 长航油运（600087）	中国外运长航集团有限公司	水上运输 船舶制造及修理 物流及相关的配套服务
振华港机（600320） 路桥建设（600263）	中国交通建设集团有限公司	建筑工程 相关工程技术研究、勘查、设计、服务与专用设备制造
华侨城（000069） 深康佳（000016）	华侨城集团公司	房地产、酒店开发经营 旅游及相关文化产业经营 电子及配套包装产品制造
新兴铸管（000778）	新兴铸管集团有限公司	黑色金属冶炼及加工 纺织、服装、鞋、帽生产及销售 专用设备制造
	中国铁路物资总公司	铁路物资供应、配套服务及相关产品加工制造 生产资料贸易 综合物流服务
经纬纺机（000666） 凯马B（900953）	中国恒天集团公司	纺织机械制造、技术研究及服务 纺织原料、纺织品和服装贸易 纺织品、服装、化学纤维制造
洛阳玻璃（600876） 天山股份（000877） 北新建材（000786） 中国玻纤（600176）	中国建筑材料集团	建材产品及装备制造 相关工程技术研究与服务 建材贸易与物流
葛洲坝（600086）	中国葛洲坝集团公司	建筑工程 相关工程技术研究、勘查、设计及服务 水电投资建设与经营 房地产开发经营
吉林炭素（000928） 中钢天源（002057）	中国中钢集团公司	冶金矿产资源开发与加工 冶金原料、产品贸易与物流 相关工程技术服务与设备制造
国药股份（600511） 一致药业（000028） 云南白药（000538）	中国医药集团总公司	医药生产及贸易 相关技术研发、服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
	中国节能投资公司	投资与资产管理 实业投资（节能、环保）与管理 相关技术研究、推广和服务
中水渔业（000798）	中国农业发展集团总公司	远洋捕捞及农业资源开发
中牧股份（600195）		生物疫苗、兽药及饲料添加剂的研发、生产与销售 农牧渔相关配套服务
东华科技（002140）	中国化学工程集团公司	建筑工程 相关工程及工艺技术研发、勘查、设计及服务 环境治理
中储股份（600787） 粤华包B（200986）	中国诚通控股公司	资产经营管理 综合物流服务 生产资料贸易
	中国邮电器材集团公司	通信等电子产品贸易、物流及相关服务 通信工程
中材国际（600970） 天山股份（000877） 中材科技（002080）	中国材料工业科工集团公司	非金属材料制造 非金属材料工程及装备制造 非金属矿勘探、采选及加工
中金黄金（600489）	中国黄金集团公司	贵金属采矿、冶炼、加工及销售 贵金属地质勘查 相关工程技术服务
	中国新兴集团总公司	建筑工程 机械、电子产品及纺织、日用品贸易 医药制造
天坛生物（600161）	中国生物技术集团公司	生物制品生产及贸易 科学器材及医疗器材贸易 相关技术研究、服务
兰太实业（600328） 南风化工（000737）	中国盐业总公司	采、制盐及相关产品制造 食盐专营及相关产品贸易 盐业勘查及相关产品技术开发和服务
	南光（集团）有限公司	日用消费品贸易 酒店（含旅游）、地产开发经营 综合物流服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
国旅联合（600358）	中国国旅集团公司	旅游 相关贸易及运输服务
中国海诚（002116）	中国轻工集团公司	轻工原材料、产品生产及贸易 轻工产品技术研究及服务
	珠海振戎公司	原油、成品油贸易
中色股份（000758） 东方钽业（000962）	中国有色矿业集团有限公司	有色金属矿产资源开发 建筑工程 相关贸易及服务
中房股份（600890）	中国房地产开发集团公司	房地产开发、物业资产经营管理 相关设计及中介服务
	中国中纺集团公司	纺织原料、纺织品、油料贸易及物流 相关产品研发及生产
中成股份（000151）	中国成套设备进出口（集团）总公司	成套设备与技术进出口贸易 工程承包及租赁经营 相关服务
	中国出国人员服务总公司	免税商品供应、对外服务及贸易 相关实业投资
华孚色纺（002042） 酒鬼酒（000799）	中国华孚贸易发展集团公司	糖酒、肉类、蔬菜等食品贸易、生产、仓储及物流 相关技术研究、工程设计及服务
	中国工艺美术（集团）公司	工艺美术原材料、产品贸易、研发、服务 相关物业管理
	中国新时代控股（集团）公司	军品贸易、民品贸易 工程承包及技术服务 相关实业投资及管理
中卫国脉（600640）	中国卫星通信集团公司	卫星通信电视广播及其他电信服务
	中国商用飞机有限责任公司	大飞机
	国家核电技术有限责任公司	第三代核电技术引进吸收
	中国民航信息集团公司	航空、旅游信息及财务清算服务
	中国中旅（集团）公司	旅游 相关贸易与服务
	中国储备棉管理总公司	棉花仓储、贸易及物流 棉花仓储技术研究、服务
天地科技（600582）	中国煤炭科工集团公司	煤炭工程技术研发、服务 煤机、安全技术装备研发与制造
	机械科学研究总院	机械装备技术研究、服务 相关设备制造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
	中国农业机械化科学研究院	现代农业装备、专用设备技术研发、服务
		相关设备制造
安泰科技（000969） 金自天正（600560）	中国钢研集团公司	冶金新材料、工艺、工程技术研发、服务
		相关产品生产与销售
	中国纺织科学研究院	化纤纺织成套设备、新材料及新产品、专用化学品等技术研发、服务
		相关设备、材料、专用化学品制造
有研硅股（600206）	北京有色金属研究总院	有色金属新材料、工艺、工程技术研发、服务
		相关产品生产与销售
北矿磁材（600980）	北京矿冶研究总院	矿产资源综合开发和材料科学工程技术研发
		矿产资源综合利用工程设计、服务
金瑞科技（600390）	长沙矿冶研究院	矿产资源综合开发和材料科学工程技术研发
		矿产资源综合利用工程设计、服务
		相关产品生产与销售
	中国建筑科学研究院	建筑工程技术及产品研发
		建筑工程勘查、设计、服务、工程承包及专用设备与材料制造
大唐电信（600198） 高鸿股份（000851）	电信科学技术研究院	信息通信与安全技术、设备、软件研发、服务
		相关产品生产与销售
烽火通信（600498）	武汉邮电科学研究院（烽火科技集团）	信息通信技术、设备、器件、系统集成、软件研发、服务
		相关产品生产与销售
	上海船舶运输科学研究所	舰船自动化与智能交通系统机电工程、技术研究及服务
		相关设备制造及环境影响评价与防治
现代制药（600420）	上海医药工业研究院	药品研发及相关技术服务
		药品生产与销售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
中国海诚（002116）	中国建筑设计研究院	建筑与市政工程勘查、设计、服务、工程承包及城镇规划
		建筑与市政工程技术研发
	中国电子工程设计院	电子等工程设计、服务与工程承包
		相关工程技术研发与推广运用
	中国海诚国际工程投资总院	轻工等工程设计、服务与工程承包
		相关工程技术及装备研发、服务
	中国电力工程顾问集团公司	电力规划研究、咨询、评估与工程勘查、设计、服务、工程承包
		电力项目投资与经营及相关专有技术产品开发
	中国水电工程顾问集团公司	水电水利、风电规划研究、咨询、评估与工程勘查、设计、服务、工程承包
		水电、风电项目投资与经营
	中国冶金地质勘查工程总局	固体矿产地质勘查、研究、开发、服务
		超硬材料生产及机械装备制造
	中国汽车技术研究中心	汽车工程技术研究与服务
		汽车零部件制造
	中国国际工程咨询公司	规划、政策咨询，咨询评估，工程管理服务
	中国国际技术智力合作公司	人力资源服务（包括外包服务、管理咨询服务和出国服务）
		投资与贸易服务
彩虹股份（600707）	彩虹集团公司	显示器件及其零部件的研发、制造
		光电产品整机及相关零部件研发、制造
	中国航空器材集团公司	航空器材贸易、分销及租赁
		航空器材制造、维修与相关技术服务
		相关物流服务
华联股份（000882） 华联综超（600361）	中商企业集团公司	日用消费品、农产品贸易
		综合物流服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

控股的A股公司	央企名称	央企主业内容
	中国丝绸进出口总公司	丝绸及其他纺织品贸易与生产 物流及相关服务
乐凯胶片（600135）	中国乐凯胶片集团公司	信息化学品及相关专用化学品的生产及贸易 薄膜、涂层材料的生产及贸易 相关工程技术研究、开发及服务
	中国航空油料集团公司	航空油料及其他成品油经营、储运及相关服务
	鲁中冶金矿业集团公司	铁矿采选
	中国铁路通信信号集团公司	轨道交通通信、安全及控制系统设备制造 相关技术研究、工程设计及承包
	中国华录集团有限公司	视听电子产品、系统设备的研究与制造及相关软件开发 相关技术服务
林海股份（600099） 常林股份（600710）	中国机械工业集团公司	工程机械、林业机械、小动力及摩托车制造 林产品加工 相关技术服务与贸易
	上海贝尔股份有限公司	通信信息产品研发、制造和系统集成 相关软件开发和技术服务

附件2 准央企上市公司及其实际控制人名单（截至2009年2月）

上市公司名称	实际控制人
工商银行（601398）	财政部
交通银行（601328）	财政部
中国人寿（601628）	财政部
中信证券（600030）	财政部
中信银行（601998）	财政部
中国银行（601988）	中央汇金
建设银行（601939）	中央汇金
大秦铁路（601006）	铁道部
铁龙物流（600125）	铁道部
广深铁路（600333）	铁道部
三峡水利（600116）	水利部
中科三环（000970）	中国科学院
中视传媒（600088）	中央电视台
中体产业（600158）	国家体育总局

全国最低交易手续费 理想论坛图书馆藏书 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

第18章

百分之百中“新股”

定向增发

打新股时，常常令投资者不爽，因为中奖概率太低。但更令人不爽的是，一些机构投资者，根本用不着摇号，轻轻松松就能买到新股。虽然一级市场的这种机会不均等，一时难以改变。但在二级市场中，却有一种新股发行方式，可以在很大程度上，保证普通投资者与机构用差不多的价格买到新股。这种新股发行方式被称为定向增发。

四种模式

目前上市公司利用发行新股再融资的模式有四种：公开增发、定向增发、配股与可转换公司债券。

公开增发是指上市公司面向市场所有投资者公开发售新股，有的时候，上市公司自己的股东有一定比例的优先认购权。这种方式一般吸引力不大，即使吸引力大，也需要摇号，而且中奖概率仍然很低。配股是指上市公司只向现有股东出售新股，虽然发行价格大大低于市价，但局外人却没办法参与，而现有股东虽能买到便宜股票，但却是自己赚自己的钱，没有利润可言。可转换债券是向所有投资者公开发售债券，这种债券在未来可以转换为公司股票，由于其转股时间长，故而吸引力也不强。

而定向增发是指上市公司不公开发售新股，而是自己选择不超过10个投资者，向他们出售新股。这四种再融资的模式当中，目前应用最多的是定向增发，为投资者提供最多投资机会的也是定向增发。

越平静越可疑

按照规定，上市公司定向增发时的股票发行价格，不能低于定价基准日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前20个交易日公司股票均价的90%。上市公司可以在三个日期中任选一个作为定价基准日，这个三个日期是董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者是发行期的首日。

所谓董事会决议公告日，是指上市公司董事会开会通过定向增发预案并将该决议公之于众的日期。股东大会决议公告日，是指上市公司股东大会审议通过定向增发方案并将该决议公之于众的日期。发行期首日，顾名思义就是定向增发股票所确定的发行期的第一天。

由于定向增发的价格不能低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%，因此，定价基准日的选择就非常重要。为了获得更高的新股发行价格，上市公司肯定倾向于将定价基准日定在公司股票连续上涨之后的日期。这样一来，20个交易日股票均价的90%就可以因此提高，进而发行价格的下限也会提高。当然，在现实中，定向增发的最终价格大多数也恰恰就是前20个交易日股票均价的90%。

从上面的分析可以看出，对上市公司最有利的定价基准日，应该是公司股票经过连续上涨之后的一两天。正因为如此，在上述三个可选择的定价基准日中，绝大多数上市公司会选择董事会决议公告日作为基准日。之所以会这样，是因为这三个日期中，只有董事会决议公告日是最好控制的。从理论上讲，上市公司董事会可以随时召开，上市公司可以在股价连续上涨之后，马上召开董事会并将决议公告。而股东大会的召开日期则必须在至少一个月前就公之于众，发行期首日的可控性就更差了。

因此，我们会发现这样一种现象，上市公司在公告董事会有关定向增发预案决议，并将公告之日确定为定价基准日之时，其前20天的股价大多有明显的连续上涨的现象。

但是请投资者注意，也有少数情况下，前20天的股价没有明显上涨迹象。这就说明了一种可能性，也就是上市公司已经与定向增发的潜在发行对象（刚才讲过，定向增发的发行对象不超过10个，而这些发行对象从实际发生的案例看，大多是重量级的机构投资者，以及上市公司的现有大股东）有过私下接触，而这些发行对象已经初步与上市公司谈妥了发行价格。如果前20天股价上涨导致发行价格提高，发行对象可能就不接受了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行对象之所以不能接受过高的发行价格，根本原因就在于，要给股价留出足够多的上涨空间，这样其参与定向增发才有大利可图。而且，从中也可以推测出，这些潜在发行对象在谈判中处于强势地位——如果公告中称，上市公司现有控股股东也将参与定向增发，这种强势地位将是很明显的，他们对股价今后的上涨有着强烈的预期与期待。

因此，对投资者来说，如果遇到上市公司公告董事会有关定向增发预案的决议，而公告日之前的股价没有明显的上涨现象，就可以高度关注该股票今后的走势了。因为很有可能会出现一旦定向增发实施，公司股价即会大幅上涨的现象。

需要提醒投资者注意的是，如果定向增发的发行对象不是以现金认购，而是以资产折合成现金认购股票，那么上述分析则不成立了。当然，是不是现金认购，在定向增发预案中会有说明。

股价倒挂

从上市公司公告董事会有关定向增发预案的决议之日，到定向增发最终实施之时，这期间一般有5～6个月的间隔期。在这个间隔期，上市公司的股价有的时候会因为大盘走熊等原因，出现大幅下跌的现象。有些时候，股价会跌到低于所谓“前20个交易日公司股票均价的90%”。这种情况，被称之为股价倒挂（实例见图18-1）。

对于出现股价倒挂的情况，就应该引起投资者的高度关注。这是因为，如果股价一直保持现在的低位，那么定向增发即使获得了证监会的批准，也无法实施了。可以想象，如果定向增发的股票发行价格届时高于股票现价，那些发行对象，为什么还要认购定向增发的股票。他们如果真的想买，完全可以从二级市场买，这样只会更便宜。

为了使定向增发不至于流产，上市公司往往会想尽一切办法，扭转股价倒挂现象，使公司股价上涨并高于，甚至远远高于拟定的发行价格。也只有这样，定向增发才可能顺利实施。

因此，对投资者来说，对股价倒挂的股票，也可以给予高度的关注，因为这种倒挂的现象很可能不会持久，过不了多长时间，股价就会攀升，直至超出发行价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信 ... http://www.7help.net

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

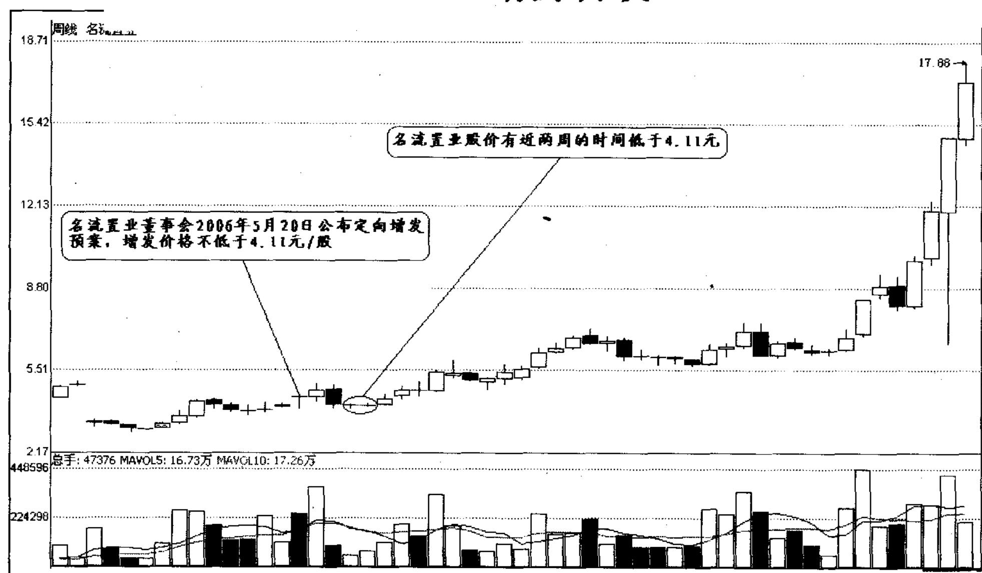


图18-1 名流置业K线图（周线）

股价破发

按照规定，发行对象认购了定向增发的股票之后，12个月内不得抛售，其中控股股东、战略投资者认购的股票36个月内不得抛售。

在上述锁定期，发行对象当然期望上市公司的股价能够逐步上涨，直至远远超过当初定向增发的价格。这样，在锁定期结束之时，才会有利可图。但是，由于大盘走势等原因，上市公司的股价有的时候也会跌到低于当初的股票发行价格。我们将这一现象称之为破发（实例见图18-2）。

对于出现了破发的股票，投资者也可以保持高度关注。因为上市公司非常不希望出现这种情况，特别是在锁定期行将结束之前，如果破发现象一直持续，就意味着当初参与定向增发的投资者会无利可图，甚至会出现亏损。因此，上市公司会想出各种有利于股价上涨的办法。比如说，通过大比例送红股、转增股份的方案，或者通过“操纵利润”的手段，提高每股收益，等等。

也许你会奇怪，即使出现破发，应该是当初认购股票的人着急，上市公司为什么着急。这是因为认购股票的投资者很少——不超过10个，这些投资者往往都跟上市公司有着这样那样的关系，关系户要亏损了，上市公司能不着急

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗。更何况，如果上市公司的控股股东也认购了股票，上市公司更得尽心尽力了，毕竟“领导”的事比自己的事还要重要。

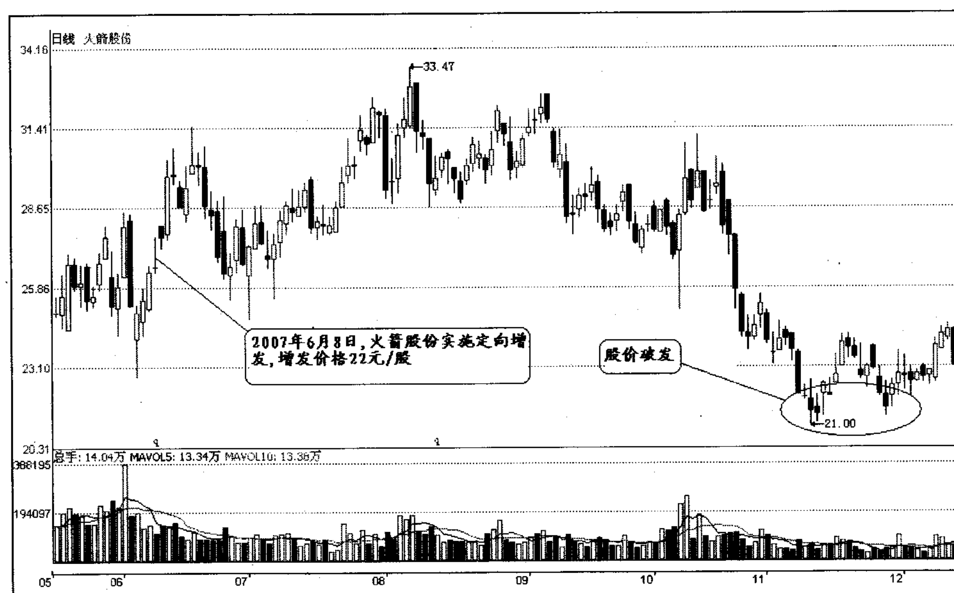


图18-2 火箭股份K线图（日线）

正因为如此，如果不是由于上市公司经营中出现了非常不利的局面，投资者在破发的价格购买股票是相对安全的，而且其上涨空间可能还很大。

锁定期结束

锁定期结束，当初参与定向增发的投资者所持股票就可以在市场中抛售了。这个时候，也为投资者提供了一定的机会。

如果在锁定期结束之时，股价只是稍高于当初的发行价格，那么对那些参与定向增发的投资者而言，也同样是无利可图（如果股价低于发行价格，则更是如此）。因为，这些投资者把手中大量的股票集中抛出，股价很可能会迅速下跌。因此，只有股价涨至明显高出发行价格的价位，对这些投资者才有盈利空间。

与破发时上市公司的心态一样，这个时候，上市公司也会想各种办法拉抬股价。因此，投资者不妨在锁定期结束之时，看一看该公司股票的价格，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果只是略高于发行价，也值得关注。

有一点需提醒投资者，如果你手中本来就持有这家公司的股票，在锁定期行将结束之时，若此时股价已经远远超出了当初的定向增发价，则可以考虑尽快抛出。因为，锁定期一结束，很可能会出现大量参与定向增发者的抛盘，他们也想尽快获利了结，落袋为安。因此，你有必要先走一步，以避免因抛盘过多，导致股价下跌。

两点建议

上述四个投资机会是否明显，获利可能性是否大，跟上市公司控股股东是否以现金参与定向增发认购有关。

如果上市公司控股股东以现金参与认购了定向增发股票，那么一旦出现这四个投资机会，投资者买进股票后获利的可能性就更大。这是因为，控股股东可以对上市公司实施最大的影响。无论是上市公司的分红方式还是利润操纵，很多时候，控股股东都可以施加决定性影响。有的时候，为了在二级市场获利，控股股东甚至会不惜直接向上市公司输送利润，以提高上市公司每股收益，进而拉抬股价。

此外，如果上市公司在定向增发后，基本面出现恶化的趋势，那么在出现上述四个投资机会的时候，投资者就需慎之又慎了。毕竟，上市公司的基本面是决定其股价的基础，基础松动了，即使上市公司使尽各种招数，其股价仍然存在较大的下跌可能性。投资者抱有侥幸心理，认为上市公司不会无视股价下跌，股价肯定会上升，并因此决定买进股票赌一把，将是十分危险的。

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券时报 2009年2月11日

基金参与定向增发热情激活

□记者 方丽

A股春风吹动之下，基金参与定向增发股被重新点燃。进入2月份，晋西车轴非公开发行出现基金公司的身影。据晋西车轴公告显示，该公司以13元/股的价格，向10家特定投资者发行6500万股。工银瑞信基金认购810万股。

昨日晋西车轴股价收盘于20.31元，较定向增发的价格已经高出56.2%。经记者粗略统计，参与定向增发已经让工银瑞信基金公司认购的810万股晋西车轴获利接近6000万元。

据WIND咨询统计，从2008年12月份以来，一共有83只基金参与了上市公司的增发，有14只基金参与次数超过2次，嘉实增长基金参与3次增发。1月份，华夏、南方等5家基金公司参与宏图高科的定向增发，包揽其增发股总量的35.28%。在更早前的太原重工和海油工程的定向增发中，基金参与认购情况也十分积极。

业内人士表示，目前基金等机构对于上市公司的定向增发很感兴趣，特别是质地好的公司，"简直是争抢得厉害"。该人士还表示，有部分上市公司的定向增发价格是在市场不好时候确定的，但一直迟迟未发，目前市场表现红火之际，这样的增发价特别具有诱惑力。

还有一位人士指出，在去年底上证指数已经跌到1600余点的底位，2009年市场的下跌空间应该比较有限，基金参与定向增发的增多，显示重要的机构投资者之一的基金公司对于后市的信心正趋于乐观。

点评



2007年年底至2008年上半年，基金参与上市公司定向增发几乎绝迹。但时至2008年底，市场跌至底部，基金又开始大量参与定向增发，对于这些公司，投资者不妨多加留意。特别当股价接近增发价之时，是进行长线投资的时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第19章

这里的网中有大鱼

股权激励

面对“浩瀚”的上市公司，哪一家的股票才值得买呢？这常常是最令投资者伤神的问题。如果你也有这样的烦恼，那么没关系，因为这不是你一个人的痛苦所在，这是全世界古往今来的投资者都无法避免的困惑，可谓千古一问。

虽然答案永远无法揭晓，但并不意味着我们就束手无策了。比较现实的办法，就是先确立一定的选股标准，从而大幅度缩小选股范围。这种将大海捞针变成网中捞鱼的能力，应该是每一个成熟股民都应具备的基本素质。

在众多“结网”的方法中，有一种方式比较适合那些工作很忙，没有太多时间盯盘或研究基本面的投资者。这就是关注那些实施了股权激励的上市公司。用这个办法结网，往往能捞到大鱼。

期权激励

股权激励是指上市公司以本公司股票为标的，对其董事、监事、高级管理人员及其他员工进行的长期性激励。它使上市公司的管理层，在其公司股价上涨时，可以赚到钱。因此，买进这样的股票，等于是让上市公司老总帮你炒股。他想赚钱，就得让你也赚钱。

股权激励的方式有很多种，从上市公司目前实施股权激励的情况看，最流行的一种是——期权型股权激励。我们可以这样理解：期权型股权激励是赋予上市公司管理层一项权利，即管理层在上市公司达到一定业绩目标的前提下，可以用之前确定的价格购买一定量的股票。

比如说A上市公司实施股权激励，公司与管理层约定：如果明后两年的净利润增长率都能够达到30%，那么就向管理层以5元/股的价格发行1000万股股票。

如果管理层想赚钱，不仅要完成净利润的增长指标，还得想办法使公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两年后的股价高于5元。如果两年后，上市公司净利润增长达到了之前确定的目标，而公司股价也涨到了10元。那么管理层届时就可以用5元的价格买到1000万股股票。市价是10元的股票，能用5元买到，而且是1000万股，岂不是很爽！宝新能源的2007年年报就显示，公司管理层在2007年，按照之前确定的价格——5.41元/股，买进了很多股票，而这些股票2007年年底的市价是24元。

有了这样的制度，上市公司的管理层当然会加倍努力。而投资者买进这样的股票，赚钱的可能性也就大增。

细心的投资者会问，如果我们想赚钱，那也得用5元的价格，或者至少只比5元高一点的价格买到股票呀？

中国证监会在制定相关政策时，已经替投资者想到这一点了。证监会的政策规定，上市公司在授予激励对象股票期权时，行权价格不应低于下列价格较高者：① 股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司股票收盘价；② 股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司股票平均收盘价。

这里面的行权价格就是刚才所举A公司例子当中的5元/股的价格。所谓行权就是行使权利，就是管理层以约定好的价格向上市公司买股票的权利。

大家应该注意到，政策中，对行权价格的规定，是以股权激励草案公布时的股票市价为依据的。这也就在很大程度上保证了投资者可以用与行权价差不多的价格买到股票的可能性。

假如说，A公司公布股权激励草案前一天的收盘价是4.8元，那么A公司股权激励方案中的行权价就不能比4.8元低。如果投资者在草案公布的当天就买进股票，最贵也只有5.28元（4.8元×10%）。如果行权价是5元，5.28元买进也还是可以接受的。

你与老总不一样

虽然你买进了股权激励的股票，等于是让上市公司老总帮你炒股，但并不等于说，上市公司老总就肯定能帮你赚钱，这当中也蕴含着一系列风险。

我们来看看，你与上市公司管理层在股权激励方面的区别。对于上市公司管理层来说，股权激励是一项权利，但并不是一项义务。也就是说，管理层有买股票的权利，同时也有不买股票的权利。还以A公司为例，假如两年后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市公司净利润增长达到了目标，但由于大势不好，A公司的股价跌到了4元。这个时候，管理层可以选择不买股票。试想，股价都跌到4元了，管理层还行使以5元的价格买1000万股票的权利干什么，就是他们想买，也完全可以直接从二级市场买。

但对于投资者来说，如果你两年前就以5元的价格买了股票，两年后，股票跌到了4元，你可就亏钱了。

再者，时间成本不同。管理层购买股票的时间，是在业绩达到目标之后，而为了在行权价附近买到股票，投资者有可能在激励草案推出之后，就需买进。而这两者之间的距离，可能长达两年甚至更多。

股权激励实际上使上市公司管理层几乎立于不败之地。管理层可以少赚钱，甚至不赚钱，但亏钱的可能很低，除非行权后，股票还没有卖出之时（按照规定，管理层买进股票后，至少六个月内不得卖出），股价跌破了行权价。

草案未落实

投资者在股权激励草案公布的时候买进，还可能存在一个风险，就是草案迟迟没有被批准实施，或者股价大跌后，上市公司管理层认为无利可图，最终取消激励草案。

从程序角度讲，上市公司公布股权激励草案后，还要被证监会批准，如果是国有上市公司，还需要国资委的批准，之后，还得公司股东大会批准。这几项程序都走完了，股权激励方案才能实施。

一般来说，公司股东大会都会批准股权激励方案的，如果草案卡壳，大都是没有被国资委或证监会批准。目前就有不少上市公司遇到了这样的问题，草案公布很长时间了，但就是没有被批准。

还有一些上市公司，在推出期权激励草案后，遇到股市暴跌，结果股价大大低于行权价，压缩了盈利空间，甚至在可预见的未来，已经无利可图。这就使上市公司继续推行草案的动力大为减弱，直至最终取消激励草案。

如华神集团股权激励草案中，设定的行权价为12.88元，但该公司股价之后一度跌价3.17元，草案已经形同虚设，该公司最终取消了激励草案（见图19-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会议审议并通过了公司董事长赵卫青先生所作的《关于终止成都华神集团股份有限公司股权激励计划（草案）的议案》。

经公司第八届第二次董事会审议于2008年4月11日公告披露《成都华神集团股份有限公司股权激励计划（草案）》后，证券市场情况发生重大变化。在此情况下，原方案已不具备可操作性，若继续执行原方案将有可能损害上市公司的利益，同时无法实现激励之目的。

图19-1 华神集团董事会公告取消激励方案

激励成本

期权式的股权激励，对上市公司业绩而言，也存在负面效应，如果激励规模很大，这一负面效应将相当明显（见图19-2）。因为按照会计准则的要求，对上市公司管理层的期权激励，视为公司对管理层发放的薪酬，而薪酬将记入公司的管理费用（见图19-3），从而影响上市公司利润。如伊利股份由于实施股权激励，2007年亏损2000万元，而该公司2006年尚且实现盈利3.2亿元。

伊利股份2007年年度业绩预亏公告

一、预计本期业绩情况

1、业绩预告期间:2007年1月1日至2007年12月31日。

2、业绩预告情况:亏损。

经公司财务部门初步测算，因公司实施股票期权激励计划，依据《企业会计准则第11号——股份支付》的相关规定，计算权益工具当期应确认成本费用导致公司2007年年度报告中净利润将出现亏损。具体数据将在2007年年度报告中披露。

图19-2 期权激励的负面效应

至于股权激励会给上市公司当期业绩带来多大的负面影响，投资者可以在年报所有者权益变动表的附注中找到答案（见图19-4）。从伊利股份2007年年报显示的内容可以看出来，当年由于实施了股权激励，该公司管理费用增加了4.59亿元。

当然，所谓对净利润的影响，只是从账面上看。虽然股权激励被视为管理费用，但它只是会计处理的一种方式，与真正的管理费用不同，也就是说，上市公司没有因此真的支付了一笔费用，只是低价向高管发行了股票。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的资产构成与负债构成都不会受任何影响。在企业的会计报表中，会出现这样的变化，利润表中会由于管理费用增加，从而减少当期利润。资产负债表中的所有者权益部分，会因此减少所有者权益，增加资本公积。

母公司利润表

2007 年 1-12 月

内蒙古伊利实业集团股份有限公司　　单位：元 币种：人民币

项目	本期金额	上期金额
一、营业收入	21 359 277 200.11	19 249 892 258.76
减：营业成本	18 660 091 427.82	16 463 868 110.20
营业税金及附加	46 551 782.71	47 923 660.50
销售费用	2 464 590 283.82	2 255 699 720.62
管理费用	728 920 920.80	350 169 926.29
财务费用	17 234 717.14	-2 845 294.76

股权激励导致管理费用暴增

图19-3　伊利股份2007年年报相关内容

内蒙古伊利实业集团股份有限公司 2007 年年度报告

本公司 2006 年度相关指标已达到了上述行权条件，可在 2007 年 12 月 28 日及以后可行权的数量为授予期权总数的 25%，并对 2006 年度进行了追溯调整，该年度因以权益结算的股份支付而确认的费用总额为 5 061 301.37 元；2007 年度相关指标可达到上述行权条件，可在 2008 年 12 月 28 日及以后可行权的数量为授予期权总数的 75%，本年度因以权益结算的股份支付而确认的费用总额为 459 819 229.45 元。资本公积中以权益结算的股份支付的累计金额为 464 880 530.82 元。

2. 以权益结算的股份支付情况

（单位：元）

授予日权益工具公允价值的确定方法	采用考虑摊薄效应的 B-S 模型对期权的公允价值进行测算
本期估计与上期估计有重大差异的原因	无
资本公积中以权益结算的股份支付的累计金额	464 880 530.82
以权益结算的股份支付确认的费用总额	464 880 530.82

为2006年、2007年合计数，其中2007年为4.59亿元

图19-4　期权激励对业绩的影响

注：摘自伊利股份2007年年报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"安然"的教训

除了影响利润外，实施股权激励，还可能使上市公司存在一定的潜在风险。也就是，在巨大的利益诱惑面前，上市公司管理层为了完成业绩目标，促进股价上涨，有可能大量从事高风险高收益业务，甚至不惜做假账。

美国国际集团（纽交所上市，代码：AIG）是全球最大的保险集团。该集团管理层手中也持有大量股票期权。正是由于这些股票期权的"激励"，管理层忽视了巨大风险，巨额持有各类金融衍生品。更准确地说，这些管理层对于金融衍生品的风险心知肚明，但他们也清楚，只要衍生品的泡沫在他们行权并抛售股票前不破裂就可以了。正是在巨大利益的驱动下，使其铤而走险。当然，AIG最终遭遇了金融危机，公司股价在一年间，从将近60美元，跌至1美元（见图19-5）。不仅期权成为废纸，股东也损失惨重。



图19-5 AIG股价走势图

从AIG的事例可以看出，股权激励可能使上市公司管理层有这样一种动力：用公司的钱去"搏一把"。赚了钱，当然股价大涨，自己身价也随之暴涨，亏了钱，公司倒霉，于自己却无损（损失的只是赚大钱的机会）。

更恶劣的，是前几年美国发生的"安然"事件（见图19-6）。这家以天然气生产、运输以及天然气衍生品交易为主的世界500强公司，本来经营状况良好。但由于该公司针对管理层实施了巨额的股权激励，公司管理层的心态开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生变化。本来公司经营中遇到了一些暂时的困难，经营业绩出现一些下降甚至亏损，是很正常的事情，但管理层由于担心这会影响到股权激励的实施，于是就做假账掩盖真相。但事情的发展就是这样，一旦做假账，就需要做更多的假账去遮挡，一旦开始撒谎，就需要更大的谎言去掩盖前一个谎言，直至谎言被戳穿。最终股价大跌，投资者要求索赔，安然以倒闭结束。

安然事件所展示的，正是在巨大的利益面前，管理层心态的极度扭曲直至犯罪。这就如同，面对金牌的诱惑，运动员不惜服用兴奋剂，以提高成绩。

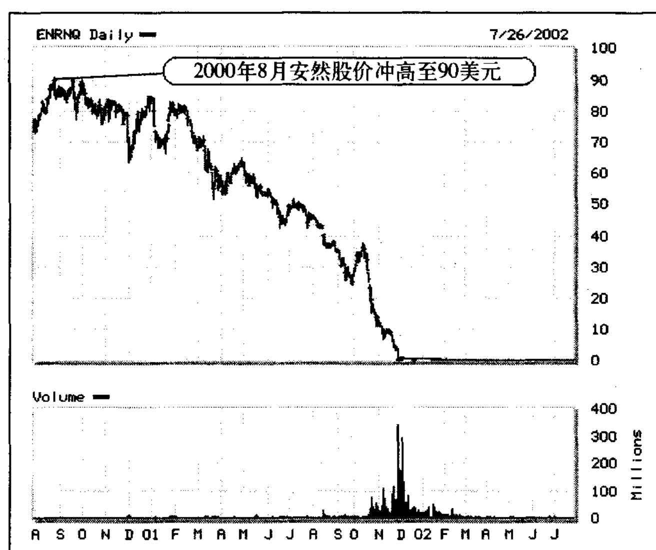


图19-6 安然股票走势图

AIG、安然的教训告诉我们，虽然买了股权激励类的股票可以比较安心，但在闭上一只眼的同时，也得睁着一只眼。

首先，如果公司的业绩出现大幅增长，而这种增长明显高于同行业水平的时候，一定要看看公司的经营性现金流。一般来说，上市公司业绩能够造假，但很难在现金流上造假，因为这样做的成本相当高。

其次，在选择股权激励类股票的时候，有一个原则：**第一大股东持股比例高的公司比持股比例低的公司更安全一些；民营类上市公司比国有上市公司更安全一些**。

这是因为，第一大股东持股比例越高，说明第一大股东对上市公司的控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制力越强，在第一大股东强有力的控制下，上市公司管理层做假账的可能性就越小。而如果上市公司的股权比较分散，没有一个股东有足够的实力，对管理层进行控制与监督，管理层做假账的空间就越大。其实，安然事件中，就存在这一问题，安然的股权比较分散，没有一个股东能够对安然的管理层进行有效监督。

大家要有一个概念，在股改已经完成的背景下，上市公司管理层做假账若被发现，最大的受害者是它的第一大股东。因为它持有的股票最多，股价跌下来，它的损失最大。

至于为什么民营上市公司比国有上市公司更安全，倒不是说国有上市公司的管理层道德水平低，惯于违法违规。而是由于国有上市公司与民营上市公司相比较，存在天然的制度性缺陷。

简单说，国有上市公司虽然也有控股股东，但控股股东对上市公司的控制与监督也要靠人来执行，但对这些具体执行的人来讲，上市公司毕竟不是自己的财产。因此，执行的时候不尽心不尽力，甚至与上市公司管理层沆瀣一气的可能性还是有的。而民营上市公司就不是这样，民营上市公司的控股股东是个人，他的财产主要体现为在上市公司中的持股。他肯定不能容忍，公司管理层为了短期利益作假账。因为事情一旦败露，股价大跌，最受伤的就是他自己。对这样的控股股东来说，他不仅会随时随地睁大双眼盯着管理层的一举一动防止安然事件重演，而且会全心全意帮助管理层将公司真正经营好。

跌破行权价

截至2008年12月，已经实施以及拟实施股权激励的上市公司有110家左右，其中实施期权激励的有近80家，截至2008年底，这80家公司中有一半多公司的股价跌破了行权价。

这些“破权”公司大多是在2007年下半年至2008年初，推出的期权激励方案。当时的股价处于高位，而大盘转熊之后，自然未能幸免。

对于这样的公司，投资者一定要注意分析。一些破权严重，且受金融危机较大的上市公司，很可能会取消股权激励方案。但一些破权并不严重的上市公司，很可能还会坚持实施股权激励方案，毕竟，行权日期可能要在几年以后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于这样的公司，投资者可以高度关注。

此外，选择股权激励公司时，还有两点需要强调：

第一，看看哪家公司的业绩目标订得更严格。上市公司股价上涨的根本原因，在于公司的业绩能够大幅提高。因此，那些业绩目标订得更高的上市公司，更值得关注。比如说，A公司的业绩目标是：净利润在两年时间里，每年至少增长30%。而B公司的业绩目标是：净利润在两年时间里，每年至少增长15%。

显而易见，A公司的业绩目标订得更高一些，因此，其股价的涨幅也可能会更大一些。

第二，看看哪家上市公司的股东中，机构投资者更多一些。一般来说，机构投资者在上市公司中的持股比例越高，越说明上市公司的发展前景良好。毕竟，机构投资者的研究力量与研究手段比普通投资者要强得多。选择机构投资者持股比例大的上市公司，就等于给自己再加了一道保险。

21世纪经济报道　　2009年2月14日

证监会国资委联手出击 国企股权激励再开闸

□记者 邢莉云

2月13日下午，本报记者从烽火通信董秘办一位陈姓经理处获知，公司股权激励计划已经获得国资委、证监会的批准。

据该公司不愿具名的内部人士透露，早在2009年春节之前，公司就取得了国资委企业分配局关于公司股权激励的批复。2月第二周，股权激励方案也在证监会上市公司部备案无异议通过，并进入办公厅行文阶段。这一消息同时得到了国资委及证监会人士的内部确认。

这也是2008年10月21日，国资委与财政部联合下发《关于规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》(国资发分配〔2008〕171号，下简称“171号文”)后，首家股权激励方案获批的央企控股上市公司。烽火通信主发起人烽火科技集团由武汉邮电科学研究院(WRI)转制而来，为国资委100%控股直属管理。

根据本报记者获知的烽火通信上报证监会备案的股权激励方案，本次激励条件与之前草案并无修改，但确定了每股17.76元的行权价格。

2月13日烽火通信上涨6.07%，收于每股14.34元，比行权价低19.3%。从节后至今累计涨幅已达26%，超越同期上证综指升幅。

研究国企股权激励多年的国务院发展研究中心企业所所长张文魁认为：“在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

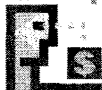
目前的市场环境下，重启央企的股权激励恰逢其时。”他说，经过熊市的非理性下跌，许多央企的股票已经回归到合理区间以下，行权价与市价差距比较大，恰好给予公司管理层将业绩做上去的空间，事实上，只有公司高管有信心，投资者才会有信心，信心比环境更重要。

据陈经理称，公司不会急于行权，旨在通过股权激励在公司内部建立起一种长效的激励机制，首批股权激励至少要到2011～2012年之后才会考虑行权，所以在这几年中努力改善管理水平、提高公司治理结构，实现业绩目标也不会特别难，公司管理层对于提振公司发展前景和盈利状况还是非常有信心的。

“事实上，国资委、证监会在这个时候开闸，还向市场透露出了引导央企建立长效激励机制、改善公司治理的意图。”张文魁表示，在A股市场点位不高的时候，关注提高公司质量的制度建设，值得肯定。

陈政也认为，在市场低迷期重启股权激励，意义重大。良好的激励机制能充分调动经营者的积极性，将各方利益结合在一起，从而减少管理者的短期行为，更加关心企业的长远发展。

点评



与国外上市公司股权激励已经实施了二十几年相比，绝大多数A股上市公司尚未实施这一制度。对于很多企业的管理层来说，这是他们第一次有了赚得“阳光利润”的机会。

理想论坛图书馆藏书
http://www.55188.com/forum-53-1.html
（请勿转载！）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第20章

上市公司也有"职业股民"

交叉持股

过去几年中，中国股市跌宕起伏，引得众多股民百感交集。可股民们的投资对象——上市公司，大都安之若素，各行其是。对于其众多股东的悲欢，大都缺乏感同身受的体会。但可贵的是，的确有那么"一小撮"上市公司，委身于证券市场中间，成为了职业股民，并将自己的身心都托付与了这个让人爱恨交加的中国股市。

雅戈尔的股票账户

提起雅戈尔，一般人肯定会想到——衬衣、西服。但这家公司的股票自2006年开始不到两年时间里能涨10倍，却不是因为衣服大卖，从2007年中开始不到两年时间下跌近80%，也不是因为衣服突然滞销（见图20-1）。



图20-1　雅戈尔2006年5月至2009年1月K线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，雅戈尔的暴涨与暴跌与股市牛熊转换的大背景有关，但其波动性却超过大盘（涨得比大盘快，跌得比大盘狠），主要原因，是它持有2亿股中信证券（2亿股是初始数据，经过多次分红扩股，以及抛售，截至2008年6月30日，尚持有2.44亿股），以及2亿股海通证券（初始投资1亿股，经过送股及转增，至2008年6月30日，持有2亿股）。

中信证券股价大幅上涨时，雅戈尔所持中信证券的市值一度达到150亿元左右，而雅戈尔当初买这些股票时，成本仅为2.6亿元。但中信证券股价大跌后，雅戈尔的潜在盈利也迅速缩水。而2亿股海通证券的初始投资金额为35.88亿元，海通证券股价也是先涨后跌，以2008年12月31日海通证券的收盘价8.11元计算，雅戈尔在这只股票上，账面亏损了19.7亿元。

做服装是赚辛苦钱，雅戈尔贵为中国服装业老大，每年卖衣服也不过赚5个亿，而中信证券、海通证券股价波动带给雅戈尔的影响，则远远超过了其主业的表现。

像雅戈尔这样，本身是上市公司，又持有其他上市公司股票的现象，被称为交叉持股。因交叉持股带来估值水平剧烈变化，是投资者衡量上市公司投资价值时必须特别关注的一个方面。

发起人股

有投资者可能会问，雅戈尔买的中信证券怎么会这么便宜？这个问题得从交叉持股的来源说起。

交叉持股的股票来源有四种。第一种是上市公司打新股中签得到的股票；第二种是上市公司参与其他上市公司再融资（包括公开增发、定向增发、配股、可转换债券）获得的股票，雅戈尔所持有海通证券，就是通过参与海通证券定向增发购得的；第三种是直接在二级市场购买的股票；第四种是上市公司在其他公司上市之前，甚至成立之时，便认购的股票，这种股票被称为发起人股。

盈利空间最大的是第四种，也就是发起人股。这种股票有两个特点：一是数量多，在上市公司交叉持股中，发起人股占到了总量的70%；二是潜在盈利巨大，当初这些股票的认购价大都在1元、2元左右，而目前的市价大多是其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认购价的十倍、几十倍甚至上百倍。股改之前，这些股票没有流通权，不能在交易所抛售，股改后，这些股票获得了流通权，一旦抛售，上市公司将获得巨大的盈利。

雅戈尔持有的中信证券就属于第四种。1999年8月，雅戈尔在中信证券成立之时，就以每股1.6元的价格认购了中信证券2亿股股票，成为了中信证券的第二大股东。2003年1月，中信证券上市。由于雅戈尔所持有2亿股中信证券不能在交易所流通，因此在雅戈尔的财务报表中，一直将这些股票以每股1.6元的成本价入账，中信证券股价的涨跌对雅戈尔的财务状况也不构成任何影响。雅戈尔能够得到的收益，只是中信证券的现金分红。到了2005年8月，中信证券股改完成，雅戈尔所持有的股票获得了流通权，按照规定，这些股票可以陆续在交易所抛售。此时，中信证券的股价已经远远超过了雅戈尔当初的认购价，雅戈尔获得了巨大的潜在盈利空间。

像雅戈尔这样“身不由己”，一夜暴富的例子，在上市公司中还有不少。因此，投资者看这些公司年报时，已经不能仅看其自身的生产经营状况，更要看其所持股票的状况。

三种类型

刚才，我们把上市公司交叉持股，按照各自的来源分为四种。但在上市公司的资产负债表中，却不是这样划分的。上市公司依据持股目的与未来打算的不同，在资产负债表中，将交叉持股归为三种类型（见图20-2）。

- 第一种类型是长期股权投资
- 第二种类型是可供出售金融资产
- 第三种类型是交易性金融资产

这三种类型各自的定义，比较专业，在此不必详述。但我们可以举一个例子，简单加以说明。如果你2007年初花50万元买了一套房子，到了2007年底，这套房子已经涨到了100万。你怎么看待这套房子呢？

如果你炒房子，打算过一阵就卖，这个时候，你就等于把房子视为交易性金融资产；如果你是用来自己住，根本没想过卖，房子涨跌跟你没什么关系，你不去考虑买房是赔是赚的问题，你就等于把房子视为长期股权投资；如果你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己住，但也可能在价格合适的时候卖掉房子，是住是卖还没拿定主意，这个时候房子就是可供出售金融资产。

编制单位：营口港务股份有限公司 资产负债表 2007年12月31日

项目	附注	期末余额
流动资产：		
货币资金	七.1	67 231 911.99
交易性金融资产		
应收票据	七.2	
应收账款	七.3	206 279 445.75
预付款项	七.4	3 814 317.65
其他应收款	七.5	2 880 233.71
存货	七.6	47 894 969.96
流动资产合计		328 100 879.06
非流动资产：		
可供出售金融资产		
长期应收款		
长期股权投资	七.7	206 016 648.61
投资性房地产		
固定资产	七.8	2 690 561 108.06
在建工程	七.9	11 826 929.00
递延所得税资产	七.10	1 260 507.14
非流动资产合计		2 909 665 192.81
资产总计		3 237 766 071.87

图20-2 交叉持股的类型

注：该表格引用时有删节。

由于上市公司交叉持股被归类为不同的会计科目，其会计核算方式会有很大差别，对上市公司每年的财务表现会产生截然不同的影响，这一点，我们一会儿会详细解释。

上市公司持有股票的具体归类情况，投资者可以直接查询年报中“重大事项”部分，其中有一个表格——持有其他上市公司股权情况（见图20-3）。表格内容包括所持每只股票的数量、初始投资成本，以及会计核算科目等。

对这个表格，投资者务必要认真看，特别是初始投资金额与会计核算科目两栏，因为前者是告诉投资者，这些股票的成本价是多少。一看成本价，投资者就很容易知道，这些股票成本价与市价的差额，进而判断出上市公司在这些股票上的是赔是赚，赔多少赚多少。后者是讲上市公司将所持股票归为三类中的哪一类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有其他上市公司股权情况 （单位：元）

证券代码	证券简称	初始投资金额	占该公司股权比例（%）	期末账面值	报告期损益	报告期所有者权益变动	会计核算科目	股份来源
601328	交通银行	1 192 024	0.007	9 239 884		712 786.76	可供出售的金融资产	
合计		1 192 024	-	9 239 884		712 786.76	-	-

图20-3 交叉持股的查询

交易性金融资产

如果上市公司将持有的股票归为交易性金融资产，那么这些股票股价的变化，将对上市公司的当期利润构成影响，在年报中这一影响表现为利润表中——“公允价值变动收益”。

四川长虹持有1766万股南方航空，四川长虹将这些股票归类为交易性金融资产。如果南方航空股价涨了，四川长虹的利润就要增加。这里要明确一下，所谓涨了，是指会计报告期末南方航空的收盘价，与上一个会计报告期末南方航空的收盘价相比较而言。假如说，南方航空2006年12月31日的收盘价是5元，2007年12月31日的收盘价是10元，那么在四川长虹2007年的年报中，就会由于南方航空股价上涨了5元，而增加利润8830万元（1766万股×5元）。

刚才所讲的有一个前提，就是四川长虹没有抛售南方航空的股票。假如四川长虹将南方航空的股票抛了，那么就以抛售时的价格与上一会计年度末的收盘价的差额进行核算。比如说，四川长虹在2007年12月3日，将所持南方航空股票全部抛售，卖出的均价是12元，那么在四川长虹2007年的年报中，会由于卖出南方航空增加利润1.24亿元（1766万股×7元）。

可供出售金融资产

如果上市公司将所持股票归为可供出售金融资产，那么所持股票股价的变化，将对上市公司的净资产构成影响，具体表现为资本公积增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雅戈尔持有的1.5亿股中信证券，就是可供出售金融资产。假如2006年12月31日，中信证券的收盘价是50元，2007年12月31日，中信证券的收盘价是100元，那么在雅戈尔2007年的年报中，公司的净资产就会因此增加75亿元（见图20-4）。

雅戈尔的资本公积如此之高，主要原因就是持有中信证券巨额股票，并将这些股票归类为可供出售金融资产

编制单位：雅戈尔集团股份有限公司　　合并资产负债表　　2007年9月30日

项目	期末余额	年初余额
所有者权益（或股东权益）：		
实收资本（或股本）	2 226 611 695.00	1 781 289 356.00
资本公积	9 703 276 787.73	2 726 980 532.71
减：库存股	0	
盈余公积	533 560 240.40	533 560 240.40
一般风险准备		
未分配利润	2 779 766 976.67	1 633 868 694.07
外币报表折算差额	-2 102 047.13	-1 506 471.74
归属于母公司所有者权益合计	15 241 113 652.67	6 674 192 351.44
少数股东权益	789 623 980.31	698 415 157.74
所有者权益合计	16 030 737 632.98	7 372 607 509.18
负债和所有者权益总计	32 919 803 881.48	16 761 076 453.21

图20-4 雅戈尔2007年三季报

大家可能注意到了，中信证券股价的变化会影响雅戈尔的净资产，而不是利润。这也是可供出售金融资产与交易性金融资产在会计核算时最大的不同。

我们再假设，雅戈尔在2007年的某一天，将1.5亿股中信证券以每股100元的价格都抛了，那么在这种情况下，就对雅戈尔的利润有影响了。雅戈尔2007年的利润会因此增加147.4亿元（150亿元－2.6亿元）。

150亿元好理解，这2.6亿元是从何而来的呢？在前文中，我们提到过，2.6亿元是雅戈尔当初买1.5亿股中信证券时花的钱。

雅戈尔抛售中信证券时，获利的计算方式，与四川长虹抛售南方航空时的计算方式也不一样。前者的基数是初始投资成本2.6亿元，后者的基数计算要看上一会计年度末的股票收盘价。

长期股权投资

上市公司如果将所持股票归为长期股权投资，那么所持股票股价的变化，对上市公司不构成任何影响。但被持上市公司业绩的变化，会对持股方的业绩产生影响（其前提是上市公司将这部分投资按权益法进行核算，如果按成本法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

核算，只有现金分红才会对上市公司的业绩构成影响）。

长江电力持有的2.3亿股广州控股，被长江电力归为长期股权投资。如果长江电力不抛这些股票，广州控股股价如何涨跌，对长江电力都不会有任何影响。

这个时候，广州控股业绩的变化会对长江电力的业绩产生影响。假如广州控股2007年净利润是1亿元，长江电力持有的2.3亿股占广州控股总股本的10%，那么长江电力2007年的净利润中，就会有1000万元，是源于广州控股的贡献。

当然，如果长江电力最终将广州控股抛了，那就对利润有影响了。其计算方式与雅戈尔抛售中信证券是一样的。

综合上述三种类型，我们将其对上市公司的影响列图如下（见图20-5）。

上市公司所持股票分类	股价变动时影响项目
交易性金融资产	当期利润
可供出售金融资产	净资产
长期股权投资	无任何影响

图20-5 交叉持股的类型对公司的影响

利润蓄水池

上市公司将所持股票归为上述三类中的哪一类，《企业会计准则》并没有管得很死，而是允许上市公司根据自己的持股目的与未来打算，做出不同的归类。特别是在可供出售金融资产与交易性金融资产之间，上市公司几乎可以随意选择，但一旦选择后，就不得随意更改。

在这两者之间，上市公司一般倾向于将持有数量较多的股票，归为可供出售的金融资产。

因为，如果上市公司将自己持有的大量股票归为交易性金融资产，就会产生一个问题，即公司无法掌控自己每年的业绩表现。

按照刚才所讲的，一旦将股票视为交易性金融资产，股价的变化就对上市公司的利润构成影响。还以雅戈尔为例，如果它将持有的1.5亿股中信证券作为交易性金融资产，那么假如中信证券的股价在2007年跌了20元，那么仅在中信证券这一只股票上，雅戈尔在2007年就会亏损30亿元，这样一来，即使雅戈尔其他业务经营得再好，2007年也必然亏损。因此，为了避免“身不由己”，雅戈尔就将这些股票视为可供出售金融资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有统计数据显示，截至2007年底，全体上市公司的可供出售金融资产的市值总额大约为2.5万亿左右。而这些资产的初始投资成本大约为3000亿。这也就是说，假如上市公司在2007年年底将持有的归类为可供出售金融资产的股票，以市价变现，那么就会产生2.2万亿的利润。

当然，这只是假设，但从中也可以看出，可供出售金融资产潜在的价值。因此，投资者在观察一家上市公司的时候，务必要看一看，它手上是不是持有巨额的可供出售金融资产，以及这些资产的初始投资成本。

未上市企业

除了持有其他上市公司的股票，不少上市公司还持有一些非上市公司的股权，而这些非上市公司如果有朝一日上市，上市公司则会因交叉持股而大获其利。

因此，投资者还可以关注上市公司持有哪些拟上市公司的股权，而这一信息，在上市公司的最新年报中，也会以表格的形式列出。表格的名称是：公司持有非上市金融企业、拟上市公司股权的情况（实例见表20-1）。表格中会详细记载投资了哪些公司，持有多少股票，投资成本是多少。

表20-1 长江电力持有非上市金融企业、拟上市公司股权的情况

持有对象名称	最初投资成本（元）	持股数量	占该公司股权比例	期末账面价值（元）
长江证券有限责任公司	8 775 000	—	0.66%	8 775 000
中国电力财务有限责任公司	8 750 000	—	0.18%	8 750 000
三峡财务有限责任公司	225 680 000	—	22.57%	434 526 711
小计	243 205 000	—	—	452 051 711

资料来源：长江电力2007年中期报告。

至于这些拟上市的公司最终能不能上市、何时上市，这可不好说。排着队申请上市的企业太多了，但最终能上的，只是其中的极少数。这主要取决于这些拟上市公司的盈利能力、产业定位等因素。

对投资者来说，不妨反其道而行之。就是在每只新股颁布招股说明书的时候，查一查这只新股的前十大股东中，有没有上市公司。如果有，就可以研究一下，看看这家上市公司会因为这只新股上市赚多少钱，是不是值得投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

败也萧何

虽然一些上市公司由于交叉持股突然暴富，自身的股价也随着所持股票股价的上涨而上涨，但投资者需注意，只要这些股票没有最终变现，其盈利终究还是纸面上的。一旦所持股票股价下跌，上市公司自己的股价也会随之下跌，而2008年牛熊剧烈转换后的股市，恰恰印证了这一点。

更重要的是，对于很多同类的上市公司来说，即使能够将股票变现，这种收入也是一次性的，并不能构成上市公司可持续发展的根本。如果上市公司自己的主业盈利能力不强，就算在股票上赚了很多钱，从长远看，也不能给予其过高的估值。

京华时报 2008年12月27日

交叉持股市值缩水影响有限

□记者 马岚

受累于二级市场持续下跌，四季度，上市公司间交叉持股市值大幅缩水。这对于即将开始的年报披露来说，会给上市公司的业绩带来怎样的影响呢？天相投顾昨天发布的最新统计显示，上市公司交叉持股市值的缩水对公司业绩的影响非常小。

数据显示，三季度末，上市公司交叉持有的股份数量合计为204.13亿股，假设在四季度持股情况未变，则以12月25日的收盘价计算，持股市值由三季度末的2228.03亿元降至1654.7亿元，市值减少了573.34亿元，缩水幅度超过20%。

天相投顾王巍峰指出，虽然持股市值减少规模巨大，但是由于所持股份大部分以可供出售金融资产计量，账面浮亏不影响公司盈利，而以交易性金融资产计量的部分占比仅有3%，这部分四季度市值损失约在9.7亿元左右，如果不包括金融公司，以交易性金融资产计量的部分市值损失仅为5.73亿元，绝对规模较小，因而对上市公司整体业绩影响甚微。

王巍峰同时表示，从涉及以交易性金融资产计量的上市公司来看，不包括金融公司，市值缩水超过500万的公司有13家，超过1000万的仅有8家，绝大部分公司四季度持股市值损失未超过500万元。交叉持股带来的市值缩水，对持股数量较多或原本已处于微利状态的少数相关公司有明显的影响。

点评



从上市公司对交叉持股的会计处理来看，上市公司业绩中的“泡沫”的确并不多。真正的泡沫来自于，投资者对上市公司的估值方式基于交叉持股发生了变化。因此，投资者在判断上市公司投资价值时，还是要多看公司自身的主营业务优良与否。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务篇

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

- 环比数据
- 市盈率
- 净资产收益率
- 产品毛利率
- 每股净资产及市净率
- 经营现金净额
- 非经常性损益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：9582[illegible] 书籍下载请进:http://www.7help.net
(请勿转载!)
http://www.55188.com/forum-53-1.html
理想论坛图书馆藏书

第21章

为革命再立新功

环比数据

想想自己与几年前相比的进步，是颇感欣慰的事。但若总是放眼那么远的过往，则有沾沾自喜之嫌。很多时候，我们需要的是和上个季度相比、和上个月相比、和昨天相比，这样才不会躺在功劳簿上自我欣赏，才会坚韧着为革命再立新功。

评价上市公司时也应该如此，投资者既应该重视其长期以来的一贯表现，也要关注其近期发生的变化。

自己动手

在上市公司定期报告财务数据的对比项目中，投资者能够看到的只有同比数据，也就是和去年同期相比的数据（见图21-1），但很可惜的是，环比数据（也就是和上个季度相比的数据）却没有列示。

事实上，环节数据在评估上市公司发展趋势、判断拐点方面的敏感性与及时性，都要超过同比数据。因此，投资者需要自己动手计算环比数据。

	2008 年	2007 年	本年比上年增减(%)
营业收入	1 150 569 449.41	1 256 633 951.16	-8.44
利润总额	189 224 560.77	160 167 314.55	18.14
归属于上市公司股东的净利润	167 240 293.02	124 417 119.21	34.42

只提供同比值

图21-1　定期报告中的财务数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

60日均线与5日均线

同比与环比都是数据之间进行比较，其差别在于基期选择的不同。而基期选择的不同，会使比较产生不同的效果。

如同你学钢琴，遇到复杂的曲子，可能觉得举步维艰，无甚进展。这时候，若听听一年前自己弹琴的录音，肯定会惊讶于自己的进步。这种比较就是同比，同比的特点在于，由于间隔较长，会对事物的发展趋势有一个相对准确的判断与估计。

但如果你听一周前录音，可能觉得没有任何进步，甚至在某些指法上还退步了。这种比较就是环比，环比的特点在于，由于间隔短，对事物发展的微小变化会很敏感，容易及时发现问题所在。

事物总有两面性，同比、环比各自的优点，也决定了各自的局限。同比准确性相对高，但时效性却差，特别在趋势反转时，反应太慢。具体到上市公司，则可能出现这样的问题：同比看，公司发展势头不错，但从环比看，却发现增长势头已经放慢，甚至是零增长或者下降。

环比的问题在于，由于间隔短，一些短期的波动、暂时的小变化，会影响对大趋势的把握。具体到上市公司，可能有这样的现象：从环比看，虽然增长势头有下降趋势，但却是新产品市场开拓期遇到的正常困难，甚至只是由于财务结算周期的原因，形成正常波动。

事实上，同比与环比，与股票价格均线中60日均线与5日均线的异同很相似（也就是长期均线与短期均线的异同）。各种均线的着眼点不同，各有用处，也各有局限，比较好的方法是组合使用。

季节性因素

有投资者会想，既然如此，为方便起见，上市公司的报表为什么不提供环比数据呢？

这可能有两方面的考虑，一是减少财务数据篇幅，使年报更加简洁。毕竟，单季度数据，以及环比数据，投资者可以自己演算（在定期报告中，可以看到第一季度数据、第三季度数据，但是在半年报中，看不到第二季度数据，年报中，看不到第四季度数据，而各季度之间的环比数据也缺失，这些都需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者自己计算)。

二是考虑公司经营的具体特点，环比数据的说服力与局限性较大。因为，国内公司的财务核算，是以自然年度为一个完整会计年报，很多公司的日常经营并不都是线性特征，生产安排、财务结算周期、回款时间，都有其季节性。更何况，一些公司的产品本身，由于客观条件的原因，其销售与结算也存在必然的季节性与区间性。如空调的销售、烟花爆竹的销售，等等（见图21-2)。

这种情况下，同比信息的客观性与有效性更强，而环比则缺乏合理性。

格力电器	2007年四季度	2007年三季度	2007年二季度	2007年一季度
主营业务收入（亿元)	86.7 20	92.8	129.9	70.6

图21-2 季节性影响

连续两个季度

虽然环比存在一定局限性，但的确不能掩盖其敏感性优势。

比如说，对那些生产经营季节性不明显的上市公司，如果环比出现大幅下滑或增长，就需要引起投资者注意。

当然，大多数公司的发展都不会呈现出完全线性的趋势，由于项目、销售结算期等原因，小波动总是难免。为了在一定程度上弥补环比的局限性，我们引入这样一个概念：从连续两个季度的环节数据看问题。

如果一家上市公司连续两个季度环比下降，则可初步判定其经营出现了颓势。

这种判断有其内在合理性，因为极少有公司会由于季节性等客观原因，连续两个季度出现难以避免的下滑（空调等极少数企业会在三季度与四季度出现销售自然下滑，见图21-2)。毕竟，两个季度已经长达半年时间，这个时间跨度在很大程度上足以滤平短期波动所造成的、对长期趋势判断形成的干扰。

我们以2007年第二、第三季度为例，在这两个季度中，业绩连续呈现环比下降的公司只有58家，而第三季度业绩环比下降的公司，却多达488家。考察这58家公司，绝大多数都是由于经营出现了问题，而并非客观性原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，国际上对于一个国家宏观经济是否进入衰退期的公认判断标准，就是连续两个季度GDP出现环比下降，这在一定程度上也证明了考察连续两个季度环比表现的有效性。

同理，当一家上市公司连续两个季度业绩出现环比上升，则说明其很有可能走出了衰退期，或者处于加速上扬期。

最近12个月

环比是对上市公司单季度财务数据的充分利用，而另一个利用单季度财务数据的方法就是：最近12个月。

大家在看券商的上市公司研究报告时，有时在财务指标旁会看到这样一个注释：TTM（Trailing Twelve Months），其含义就是最近12个月。

为什么要引入这样一个概念呢？刚才我们讲过，同比数据的时效性太慢，而季度环比数据的“噪音”又过大，虽然引入了连续两个季度的概念，但时效性上，还是不能完全令人满意。而TTM的出现，则可以在一定程度上，进一步弥补这个缺憾。

TTM数据是一个滚动概念，每个季度都会不同。虽然它的起始点会发生变化，但却始终包括有四个不同的季度（1，2，3，4；2，3，4，1；3，4，1，2；4，1，2，3），虽然这四个季度有可能属于两个不同的自然年度，但仍然弥补了上市公司季节性的客观差异所造成的影响。

这样一来，相隔两个季度之间的TTM数据比较时，其采样中，总会出现3个季度的重合，1个季度不同。正是由于加入了3个重合的季度，则使这种比较在一定程度上过滤掉小波动，进而更加客观地反映上市公司的真实情况。

以图21-3为例，如果单看A上市公司2009年第一季度的同比数据，主营业务收入同比增加66.7%，这个数据很可能夸大了上市公司的增长趋势，毕竟2009年一季度的环比增长率为零，除非存在如季节性等客观因素，环比增长率为零，至少说明该上市公司的增长趋势已经放缓。但2009年一季度环比增长率为零就反映了上市公司经营的真实表现吗？应该说，也不客观。毕竟，纵观5个季度的表现，上市公司的主营业务收入上了一个台阶，虽然一季度环比增长率不理想，但很可能处于“平台整理期”，尚不能就此得出经营出现颓势的结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论。相比较而言，主营业务收入TTM的环比为12%，很可能更加客观。

A上市公司	2008年一季度	2008年二季度	2008年三季度	2008年四季度	2009年一季度
主营业务收入	3亿	4亿	4.5亿	5亿	5亿

财务指标：2009年一季度环比=0%
2009年一季度同比=66.7%
TTM环比=12%

图21-3 TTM示例

TTM数据的第二个好处，是中外公司之间进行比较。在我国，按照规定，所有企业都以自然年度作为一个完整的会计年度（事业单位与国家机关也是如此）。但其他一些国家和地区就不同，那里的企业可以相对自由地选择适合自己的会计年度（见图21-4）。

华建控股有限公司
（股份代号：00479）
截至二零零八年六月三十日止年度末期业绩公布

业绩

华建控股有限公司（“本公司”）董事会（“董事会”）谨此宣布本公司及其附属公司（下文统称为“本集团”）截至二零零八年六月三十日止年度之经实核综合业绩，连同二零零七年之比较数字如下：

图21-4 华建控股业绩公告

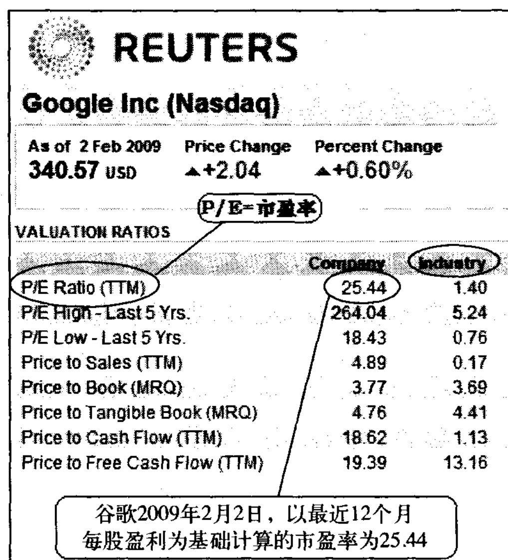
注：华建控股为一家香港上市公司

一般而言，这些上市公司会将会计年度的起始点，定在经营活动相对平淡的时候，因为此时各项会计数据的变化较小，也便于会计师进行审计。

由于会计年度不同，在各个上市公司之间进行年度数据比较就缺少更加有效的可比性。因此，引入TTM数据，就使各上市公司之间的数据比较更加便利。如果投资者习惯于在不同国家和地区的同行业上市公司间进行比较，最好使用TTM数据。

事实上，在海外证券市场中，TTM数据的使用频率非常高，其重要性甚至超过了年度数据。如路透社的财经网页中，列示的上市公司数据，就非常强调TTM概念（见图21-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



REUTERS

Google Inc (Nasdaq)

As of 2 Feb 2009	Price Change	Percent Change
340.57 USD	▲+2.04	▲+0.60%

VALUATION RATIOS

	Company	Industry
P/E Ratio (TTM)	25.44	1.40
P/E High - Last 5 Yrs.	264.04	5.24
P/E Low - Last 5 Yrs.	18.43	0.76
Price to Sales (TTM)	4.89	0.17
Price to Book (MRQ)	3.77	3.69
Price to Tangible Book (MRQ)	4.76	4.41
Price to Cash Flow (TTM)	18.62	1.13
Price to Free Cash Flow (TTM)	19.39	13.16

图21-5 路透社财经网页

注意可比性

需要提醒的是，无论同比抑或环比，都要考虑上市公司的基本面是不是发生过根本性变化。如果存在这种变化，那么数据之间的可比性就大大降低了。

比如说，如果上市公司增加了新股，或者进行了大规模并购，又或进行了重大资产重组，都会使不同期间数据的可比性大大降低。因此，投资者在进行比较时，务必首先确认上述问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新闻晨报 2008年10月29日

三季报环比增长公司价值渐显

□作者 贺宛男

尽管三季报披露期只剩下最后三天，但1600多家公司仅披露了1000余家，还有600多家公司未披露，其中不乏中石油、中石化、中行、宝钢等航母公司，因此，眼下要对三季报作出准确判断尚有相当难度，但有一点是肯定的，即上市公司盈利环比肯定呈现负增长。

在这种情况下，环比继续保持增长的行业和个股就格外可贵。据笔者对截至昨日披露的沪市近500家公司粗略统计，这些公司盈利同比约增长16%，环比约下降25%，其中电力（火电）、保险和钢铁是环比降幅最大的三个行业。近500家公司中，环比依然保持增长的约有100家左右，比例为五分之一。

环比继续增长的公司较多集中在煤炭和水电两个行业；此外，建材、机械、医药以及部分化工股也可见环比增长公司的身影。

煤炭行业的一些龙头企业环比大多增长。如兖州煤业，半年报盈利37.62亿元，三季报为66.46亿元；中煤能源，半年报盈利35.48亿元，三季报为57.37亿元；潞安环能，半年报盈利8.66亿元，三季报增至17.7亿元；国阳新能，半年报盈利4.66亿元，三季报为8.7亿元；兰花科创，半年报盈利5.9亿元，三季报为9.53亿元，等等。无可否认的是，煤炭行业是三季报业绩最靓丽的板块，但考虑到其上游电力行业日子极为艰难，煤炭业的高增长恐已不具持续性。

水电行业如乐山电力、三峡水利、明星电力等环比业绩都较好；由于这些多系小公司，龙头公司长江电力尚未披露三季报，因此整个行业是否继续成长，还要等龙头公司业绩露脸。

机械行业如特变电工，半年报盈利4.48亿元，三季报为7.2亿元；置信电气，半年报盈利8790万元，三季报盈利1.5亿元。建材行业如海螺水泥，半年报盈利13.13亿元，三季报20.18亿元。另如医药行业的江山股份、海正药业、亚宝药业、三精制药、千金药业、康缘药业；化工行业的澄星股份、兴发集团、方大炭素等，环比均处增长之中。

点评



这是一篇典型的利用环比数据，确定“股票池”的分析文章。在环比数据筛选的基础上，如果再结合基本面的研究，能够有效提高选股的准确性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理想论坛图书馆藏书
http://www.55188.com/forum-53-1.html
（请勿转载！）

第22章

股票的贵贱之分

市盈率

我们去商场买衣服，虽经讨价还价，但买下之后，还经常感觉被商家“斩了一刀”，原因在于，我们对于商家的报价是贵还是合理，没有客观参照系，只能凭直觉。

但买股票一般不会遇到这样的尴尬，因为有一个指标可以非常迅速地判断股价的贵贱之分，这就是市盈率。虽然这一简单的判断方式，不乏草率之处，但作为一个能拿来就用的便捷工具，也不失为初步筛选股票的好方法。

每股收益

了解市盈率，得先说每股收益。顾名思义，每股收益＝净利润÷总股本。净利润是时间段的概念。媒体文章引用它时，都会明确是年度每股收益还是半年度每股收益，或者是季度每股收益。但在计算市盈率时，都是用年度每股收益。

有一点应注意，如果在报告期，上市公司发行了新股，每股收益与以前比，可能会明显下降。这种下降很正常，其原因是由于股本的增加与净利润的增长不同步，并非上市公司盈利能力降低。比如说，A公司在12月份发行了新股，募集了一些钱，但这些钱刚到位，未及投入项目并产生效益。于是，A公司当年的每股收益，会由于总股本突然增加而下降。

每股收益如此，也会连累市盈率遇到同样的问题。一旦上市公司发行了新股，市盈率很可能会明显提高。因此，投资者使用市盈率时，要注意看看，公司最近一次发行新股是什么时候。

每股收益改名了

从2007年开始的年报中，出现了三个不同的每股收益：基本每股收益、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稀释每股收益以及扣除非经常性损益后的基本每股收益（见表22-1）。

表22-1 方大炭素2008年报中的相关内容

相关项目	2008年	2007年
基本每股收益（元/股）	0.9525	0.4794
稀释每股收益（元/股）	0.9525	0.4794
扣除非经常性损益后的基本每股收益（元/股）	0.7217	0.4260

基本每股收益就是我们平常所称的每股收益；而稀释每股收益是用来评价“潜在普通股”对每股收益的影响，以提醒投资者注意，每股收益指标中，可能存在的水分。

潜在普通股是指赋予其持有者在报告期或以后期间享有取得股票权利的一种金融工具。目前上市公司发行的潜在普通股主要有可转换公司债券、认股权证、股票期权等（这些金融产品将来都可能增加上市公司股本）。而稀释每股收益，就是假设现在这些产品已经转换成股票，由此按照新的总股本，计算出的每股收益。通过该指标与基本每股收益的差异可以提醒投资者，该上市公司还发行有上述金融工具，未来有可能会使总股本增加。

扣除非经常性损益后的基本每股收益，自然不难理解。也就是使用“扣除非经常性损益后的净利润”来计算每股收益。以此来计算市盈率，应该说是比较合理的。但可惜的是，目前各类股票软件中，所提示的市盈率都没有使用该类每股收益作为计算基础。因此，投资者使用市盈率指标时，务必考虑这一因素。

本金收回时间

市盈率粗略传递这样一个信息：如果上市公司保持目前的盈利能力，投资者购买股票的本金，什么时候能收回来。

假设一只股票的价格为10元，过去一年公司的每股收益为1元，市盈率就是10。如果这1元每年都能以现金的形式分给投资者，在不考虑利息因素的前提下，10年后，现在买入这只股票的本金就能收回。

因此，如果市盈率低，说明本金回收速度快，市盈率高，则本金回收的速度慢。仅从这点看，市盈率低的股票，投资价值更高一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算市盈率时，股价是分子，而股价随时在变，于是市盈率也随时在变。因此，投资者可以用这个指标，动态地判断一只股票的股价大概是高了还是低了。两只股票中，谁的风险可能大一些，谁的投资价值多一些。在众多股票中，哪些股票还没有被炒作，哪些板块的股票还值得高度关注。

在不少股票软件中，股票实时走势的页面上，都会显示该股票实时市盈率的变化（见图22-1），这一点对于投资者来说相当便捷。

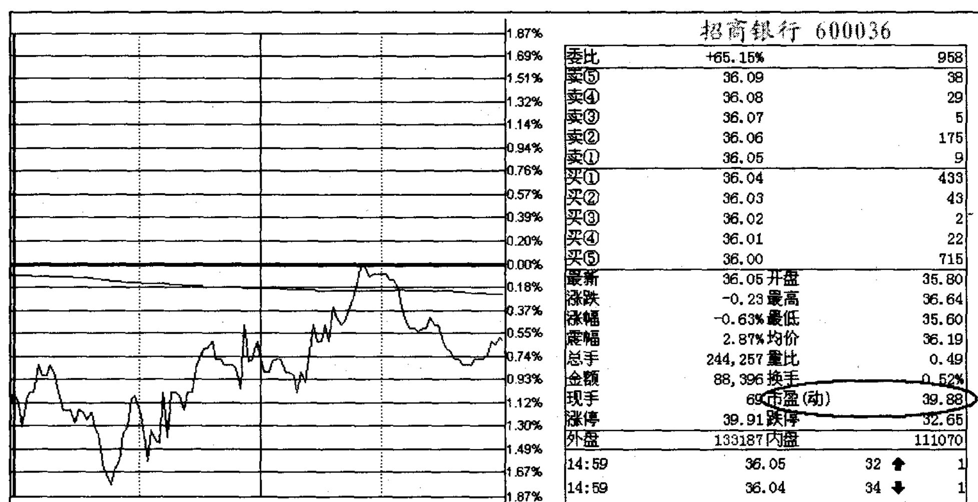


图22-1 招商银行市盈率的变化

注：摘自同花顺股票软件。

市盈率的有效使用也有一个范围。亏损公司无法进行市盈率计算就不用说了，对于微利上市公司，市盈率也没什么参考意义。

比如说，一家上市公司的股价是2元，每股收益是0.01元，其市盈率就是200。这个市盈率当然是惊人得高——200年才能回本，据此，可以认为2元已经是天价了。但事实并非如此，经验告诉我们，一家上市公司的每股收益从一分钱上升到一毛钱甚至更多一点并不算太难，因此，没有必要被眼前的200倍市盈率吓倒，如果股价不变，也许一年后，这家公司的市盈率就会是20了。

高市盈率的风险

投资股票时，总会遇到这样的尴尬：基本面千挑万选，好不容易看中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，但股价却令人咋舌，或者说市盈率太高。这个时候，要不要下手呢？

如果不买，会不会就此错过了一只真正的大牛股，在这个价位，再也没有机会买进了呢？

理论上，不能排除这种可能性。比如A股票每股收益1元，市盈率是60，股价60元。乍一看，市盈率太高，但试想，如果A公司当年净利润增长50%，市盈率也就降为40了，第二年再增长50%，市盈率其实也只有27了。这样算下来，动态市盈率似乎又并不高。

但问题在于，60元买进的合理性，需要有三个前提：

第一，A公司能够连续两年净利润增长50%。但两年时间中，什么都可能发生，一旦出现了不可预期的因素，50%的增长就化为泡影。

第二，A公司在两年之后，仍然能够保持较高速度增长。仅仅能够连续两年实现净利润同比增长50%，还不足以支撑该只股票的市盈率继续保持在60的水平。我们知道，买股票是买未来，曾经的高增长，并不代表着今后仍然会高增长。因此，若想将市盈率仍然坚持在60，就需要A公司在两年之后，继续保持非常有说服力的巨大的高增长潜力。如若不然，一旦继续高增长的预期丧失，市盈率回落，股价则会大幅下滑（见表22-2）。

表22-2 股价与市盈率

主要指标	第1年	第2年	第3年	第4年
股价	60元	90元	135元	57.5元
市盈率	60	60	60	20
每股收益	1元	1.5元	2.25元	2.875元
利润同比增幅	50%	50%	15%	—

第三，市场整体估值水平没有发生变化。稍有市场经验的投资者都知道，**市盈率并不仅仅取决于单个公司的盈利能力与发展潜力，还与整个市场的估值水平息息相关，或者说，与大盘的走势息息相关。**

即使是相当优质的股票，在大盘大幅回调之时，也很难独善其身。即使公司业绩保持了高速增长，如果市盈率本身随着大盘回调，股价也难有起色。

有投资者可能会想，如果真的遇到大盘下跌，而公司基本面仍然不错，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那就扛着，等到大盘上涨，整体市盈率回升，也就云开雾散了。但风险又来了，有可能出现这样的情况：在大盘回落的几年中，公司业绩的确保持了高增长，但由于持续高增长的难度，恰恰在大盘回升之时，公司的增长速度又下来了，从而导致市盈率也随之下降，这个时候，可就白等一场了（见表22-3）。

表22-3 股价与市盈率的关系

主要指标	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
股价	60元	90元	67.5元	94.5元	66元
市盈率	60	60	30	30	20
每股收益	1元	1.5元	2.25元	3.15元	3.3元
利润同比增幅	—	50%	50%	40%	5%

当然，还有投资者会想，自己不会持有股票这么长时间，不会那么贪心，非要等到股价翻番，而是见好就收。这样一来，被高市盈率所误的几率将大大降低。这样的想法虽有合理之处，但千挑万选的股票，只是见好就收，似乎不太可能，若真的如此，倒不如使用技术分析，而用不着研究基本面。

从上述三个前提条件可以看出，即使基本面再好的股票，如果在市盈率高点买入，风险也绝对不能低估。

低市盈率的缺陷

既然高市盈率有风险，那么是不是低市盈率的股票就一定更安全呢？

当然不是。如果公司基本面不理想，业绩无法增长，低市盈率并不能提供更多的安全边际。因为一旦上市公司的业绩大幅下滑，甚至亏损，之前的低市盈率马上就会变成高市盈率。

事实上，与高市盈率的风险相比较，基本面的高风险更可怕。前者可能输的是时间，而后者很可能让人血本无归。

三种市盈率

我们最常使用的市盈率中，每股收益都是选用上一年数字，这样的市盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率也被称为固定市盈率。其缺陷在于，无法随着时间的推移，及时反映上市公司经营的最新变化。

比如说，当上市公司三季报已经披露，业绩同比提高了50%，如果这个时间再使用去年的每股收益作为衡量市盈率的基数，则显得与现实脱节了。

为了弥补这个缺陷，我们经常会使用一个让市盈率动起来的指标——动态市盈率：动态市盈率＝股价÷[每股收益×$(1+i)^n$]，其中i为净利润增长率，n为增长年数。

这个公式涉及指数运算，有一点复杂，但对净利润增长率一般只预估1～2年的情况（考虑太远，不确定性大大增加），因此计算时还是很方便的。

动态市盈率是用目前的股价与预测未来的每股收益做比较。据此对股票估价，往往比较激进。在牛市中，市场对上市公司利润增长的预计趋于乐观，动态市盈率的使用频率很高，也更容易被市场认可。但是在熊市中，市场趋于保守，动态市盈率的使用，以及对净利润增长率的估计都会变得谨慎。

其实，一般投资者使用动态市盈率时，不妨先把增长年数定为一年，特别是在每年的中报披露之后（8月份之后），可以参考中报以及上市公司对本年度净利润的预估，进行动态市盈率计算，这样把握性与准确性更大一些。

如果说固定市盈率容易保守，动态市盈率偏于激进，那么还有一种市盈率——滚动市盈率，则在两者之间取得了一种平衡。

所谓滚动市盈率，是每股收益数据，来自于最近四个季度收益的总和，由此计算而来的市盈率也被称为TTM市盈率（见本书第21章）。滚动市盈率既能够反映上市公司经营的最新变化，同时也没有预估成分，可谓前两种市盈率之折中。

参考人民币的市盈率

说了这么多，有人可能会问：一般来说，一家上市公司的市盈率应该是多少，有没有大概的数值，以备参考？

除非详细研究一家上市公司的基本面，否则笼统地讲一家上市公司的市盈率是高是低，是很困难的。但评价证券市场的整体市盈率是否过高，可以参考人民币的市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以假设，中国是一家上市公司，人民币是其发行的股票，以2007年11月的情况看，在不考虑复利的情况下，每股（100元）的净利润是3.87元（一年期存款利率当时是3.87%）。那么其市盈率是100÷3.87＝25.8。

而在2007年11月，国内上市公司的固定整体市盈率在45左右，与人民币的市盈率相对照，显然是偏高了。

须要注意的是，人民币市盈率不能作为判断证券市场整体市盈率是否偏低的依据。

天府早报 2009年1月13日

A股告别高市盈率时代

□作者 皮海洲

进入2009年，投资者对新一年的行情难免会寄予希望。不少分析人士更是牛劲十足，将新年的目标锁定到了3000点甚至4000点之上。他们认为，目前A股市场的股价被低估了，当前的股市具备了很大的投资价值。

不可否认，目前市场上的股票价格与一年前相比确实便宜了不少。但我们应该看到一年前的股票价格，是一轮大牛市的产物，更是市场疯狂炒作的结果，同时它还深深地打下了股权分置的烙印，是人为地控制股票供求而造成的。这一点我们从当时股市总体的市盈率达到50倍、60倍甚至是70倍中可以得到证明。

虽然A股市场的指数还会重上4000点、5000点甚至更高，但A股市场的市盈率很难再重现50倍、60倍、70倍的水平。即便哪一天股市又疯狂到这样的程度，那也是股市见顶的信号，这样的市况是不可能持久的。毕竟目前的A股市场正逐步进入全流通时代，随着大小非的上市流通，股市也迎来了前所未有的大扩容。其中仅2009年，A股市场流通股的规模就要较2008年扩大一倍以上。在这种情况下，A股市场不可能再维持原来的高市盈率时代，市盈率水平的走低是不可避免的。

目前A股市场的估值水平总体上并没有低估。与世界上一些成熟的股市相比，目前沪深两市15～18倍的市盈率并不低，考虑到2008年上市公司业绩下降的原因，目前A股市场的实际市盈率水平甚至在20倍左右。这实际上是世界上一些成熟股市在大牛市时的市盈率水平，而在熊市里，这些成熟股市的市盈率基本上也就是维持在10倍左右，甚至更低的水平。以H股为例，目前遭遇外资股东抛弃的中行H股，股价不足2港元（折合人民币约1.73元），而A股的股价却在3元附近，约为H股股价的1.7倍。A股价格的高企显而易见。

经过这一年多的暴跌之后，中国股市已经告别了“高市盈率时代”。经过了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的大起大落之后，在投资者付出了惨重的代价之后，不论是中国股市还是投资者都该走向成熟了。如果还要把股市的市盈率炒高到三十几倍、四十几倍，这除了表明中国股市的不成熟之外，也就只能让中国股市在大起大落的恶性循环中多折腾几回，投资者也将因此多付出几次沉重的代价。

点评



市盈率的波动总是超过企业利润的波动，这也是中国证券市场不成熟的表现之一。但可以预期的是，一旦股指期货推出，A股市场再次被暴炒进而再次暴跌的发生频率将降低。因此，投资者很难奢望，A股市场再回整体60倍市盈率的时代。

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可以办理开户 10倍保证金 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理想论坛图书馆藏书
http://www.55188.com/forum-53-1.html
（请勿转载！）

第23章

证券市场没有“怀才不遇”

净资产收益率

学生求职，经常遇到这样的烦恼，招聘单位只看简历，而且特别注重简历中的学历。很多学生希望用人单位，能给自己一个实习机会，给自己一个展示才华的机会，但就是不能如愿。

职场上，这样的事很多，怀才不遇者比比皆是。相比之下，证券市场公平得多。因为，当上市公司将自己挂牌叫卖（公开上市）时，这些上市公司的“简历”中，有一个展示其能力与才华的非常客观的指标：净资产收益率。作为买家的投资者，对这项指标要高度重视。

什么是净资产收益率

净资产收益率是反映上市公司盈利能力及经营管理水平的核心指标，其计算公式是：净资产收益率＝净利润÷净资产。

上市公司的资产中，除去负债，其余都是属于全体股东的，这部分资产称其为净资产。这个净资产就如同作生意当中的本金。如果有两家上市公司，A公司一年赚1亿元，B公司一年赚2亿元，仅从这些数据看，无法判断哪一家公司经营得更好一些。因为我们不知道，A、B两家公司赚这些钱时用的本金（净资产）是多少。如果A公司的净资产是5亿元，B公司的净资产是20亿元，那么可以肯定地说，A公司的盈利能力要比B公司强很多。因为A公司的净资产收益率是20%，而B公司则是10%。

通俗地讲，如果先不考虑股价的因素，好公司的标准当然是那些很会赚钱的公司，而净资产收益率就是用来告诉投资者，一家上市公司赚钱的能力怎么样，赚钱的效率高不高。

投资者在看上市公司年报时，还会遇到四个相当冗长的名词：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 全面摊薄净资产收益率
- 加权平均净资产收益率
- 扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率
- 扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（实例见图23-1）

3.2 主要财务指标

这四个指标并不难懂

（单位：元）

主要财务指标	2007年	2006年	本年比上年增减(%)	2005年
基本每股收益	0.57	0.64	-10.94	0.53
稀释每股收益	0.57	0.49	16.33	0.43
扣除非经常性损益后的基本每股收益	0.57	0.65	-12.31	0.55
全面摊薄净资产收益率	9.37	14.28	减少4.91个百分点	11.28
加权平均净资产收益率	10.77	15.40	减少4.63个百分点	12.03
扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率	9.35	14.62	减少5.27个百分点	11.81
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率	10.75	15.77	减少5.02个百分点	12.60
每股经营活动产生的现金流量净额	0.46	0.40	15.00	0.74
	2007年末	2006年末	本年末比上年末增减(%)	2005年末
归属于上市公司股东的每股净资产	5.65	4.40	28.41	4.66

图23-1 四项指标

这四个看着让人眼晕的名词，其实不难懂，其中：

全面摊薄净资产收益率＝净利润÷期末净资产

加权平均净资产收益率＝净利润÷加权平均净资产

从上述两个指标的计算公式可以看出，其不同之处在于所使用的净资产值不同。期末净资产是指年报中的股东权益数，这个数值是12月31日那一天的数值，因此叫期末。

至于加权平均净资产，其计算公式较复杂，投资者没有必要掌握。简单说，它是一个平均数，之所以如此，是主要考虑到在一年当中，上市公司可能会由于发行新股融资等因素，导致净资产突然增加，只有将这个因素考虑进去，净资产收益率的计算才能更加客观地反映上市公司当年盈利能力。否则，仅看全面摊薄的净资产收益率，你可能会觉得，公司盈利能力降低了。

一般来说，当年盈利的上市公司，其全面摊薄净资产收益率都要略小于加权平均净资产收益率。

至于非经常性损益，我们有专门章节介绍，它大概的意思是指飞来横财或飞来横祸。所谓扣除非经常性损益的净利润，就是在净利润当中将横财或横祸去掉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少看三年

应当说，在所有评价上市公司的常用财务指标中，净资产收益率是最重要的（市盈率由于考虑了股价的因素，本质上不属于财务指标）。

也许一些投资者并不认同这一点，他们最关心的还是每股收益。事实上，如果每股收益不与股价相结合进行分析——其实就是分析市盈率，每股收益的单独存在就没有什么意义了，因为由于送红股、转增股本等原因，每股收益的变化与公司经营优劣与否没有任何关系（实例见图23-2）。

贵州茅台酒股份有限公司 2006 年度报告摘要

（单位：元）

主要财务指标	2006 年	2005 年	本年比上年增减(%)	2004 年
每股收益	1.59	2.37	-32.91	2.09
净资产收益率（%）	25.51	21.97	增加 3.54 个百分点	19.68
扣除非经常性损益的净利润为基础计算的净资产收益率（%）	25.39	21.95	增加 3.44 个百分点	19.64
每股经营活动产生的现金流量净额	2.23	3.59	-37.88	
	2006 年末	2005 年末	本年末比上年末增减(%)	2004 年末
每股净资产	6.25	10.79	-42.08	10.60
调整后的每股净资产	6.17	10.66	-42.12	10.45

图23-2 贵州茅台2006年年报部分内容

有一点需要提醒大家注意，观察净资产收益率，至少要看过去三年的指标。如果公司没有经过大的资产重组，最好看看自其上市以来，每一年的净资产收益率。这是因为，由于融资、投资进度等原因，只看一两年净资产收益率，有可能无法真实全面反映上市公司的盈利能力，而连续几年净资产收益率最能够将上市公司的盈利能力真实地展现出来。

越过隐形的坎

观察一家上市公司连续几年的净资产收益率表现，会发现一个很有意思的现象：在刚刚上市的几年中，上市公司往往都有不错的净资产收益率表现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但之后，这个指标会出现明显下滑。

这是因为随着规模不断扩大、净资产不断增加，企业必须开拓新的产品、新的市场，并辅之以新的管理模式，以保证净利润与净资产同步增长，但这对于企业来说，是一个很大的挑战。这主要是在考验一个企业领导者对行业发展的预测，对新的利润增长点的判断，以及他的管理能力是否可以不断提升。

有时候，一家上市公司看上去赚钱能力还不错，主要是因为其领导者熟悉某一种产品、某一项技术、某一种营销方式，或者是适合于某一种规模的人员、资金管理。但当企业的发展对他提出更高要求的时候，他可能就会变得捉襟见肘、力不从心了。

实践中我们也可以发现，连续几年保持一定的净资产收益率，是相当不容易的事。比如，如果我们在如下条件的基础上选择股票：2001～2007年，净资产收益率（ROE）都保持在12%以上，且2007年ROE大于15%，那么符合这样条件的上市公司只有30家（见图23-3）。

序号	代码	简称	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
1	600309	烟台万华	37.7	33.3	34.7	31.2	24.0	21.0	15.4
2	000157	中联重科	36.7	20.9	17.9	23.6	18.6	15.2	12.0
3	600519	贵州茅台	34.3	25.5	21.9	19.6	17.0	13.2	12.9
4	002024	苏宁电器	31.6	23.3	29.9	21.8	38.7	38.8	25.9
5	002004	华邦制药	30.8	12.9	12.1	12.5	27.6	37.0	35.5
6	000939	凯迪电力	27.4	13.2	13.0	14.2	13.9	16.0	13.5
7	600660	福耀玻璃	26.0	21.5	17.7	21.8	20.6	27.4	27.3
8	600970	中材国际	25.9	15.6	12.1	25.2	21.7	20.3	22.5
9	000895	双汇发展	25.8	22.7	20.5	17.1	15.6	14.1	21.2
10	002022	科华生物	25.7	19.8	16.5	12.8	35.6	35.3	31.9
11	000538	云南白药	25.0	26.2	28.0	25.4	19.4	20.2	18.0
12	600022	济南钢铁	24.9	19.4	20.7	23.3	33.3	24.7	21.8
13	000651	格力电器	22.5	20.1	18.7	17.2	15.5	16.1	15.8
14	600686	金龙汽车	22.0	15.8	18.6	16.2	20.6	24.7	13.9
15	600845	宝信软件	20.7	16.6	15.2	13.1	15.0	17.3	14.6
16	600997	开滦股份	20.6	18.0	17.8	13.4	18.8	18.2	17.2
17	600096	云天化	20.5	20.9	25.0	23.5	14.2	12.7	12.9
18	601857	中国石油	19.9	25.0	27.0	25.0	18.6	12.9	14.5
19	000039	中集集团	19.8	24.9	28.2	31.9	12.9	16.2	22.6
20	600000	浦发银行	19.4	13.5	16.0	14.2	13.0	16.1	15.0
21	001696	宗申动力	19.3	26.4	27.8	31.3	26.0	15.3	33.2
22	002033	丽江旅游	19.1	13.8	13.2	12.9	18.6	29.8	23.7
23	600971	恒源煤电	17.8	19.5	20.3	19.4	22.4	27.5	26.8
24	000088	盐田港	17.7	21.8	20.2	18.9	27.9	27.8	25.1
25	600271	航天信息	17.3	15.6	12.7	12.2	22.7	47.6	28.5
26	600143	金发科技	15.8	24.7	17.3	12.6	29.5	31.9	19.1
27	600177	雅戈尔	15.7	16.6	14.8	16.3	15.7	18.5	18.5
28	000402	金融街	15.5	13.7	18.1	15.6	18.9	18.8	43.5
29	002028	思源电气	15.2	31.3	19.1	13.2	30.6	28.4	33.3
30	000069	华侨城A	15.2	19.4	18.2	18.6	16.1	22.7	18.3

注：2001年至2007年ROE均＞12%，其中2007年ROE＞15%

图23-3 符合选择标准的上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果换一个条件：要求2003～2007年的ROE都大于16%。那么符合标准的公司则只有10家了（见图23-4）。

			ROE 2007年	ROE 2006年	ROE 2005年	ROE 2004年	ROE 2003年
1	600309	烟台万华	37.7	33.3	34.7	31.2	24.0
2	000157	中联重科	36.7	20.9	17.9	23.6	18.6
3	600519	贵州茅台	34.3	25.5	21.9	19.6	17.0
4	600660	福耀玻璃	26.0	21.5	17.7	21.8	20.6
5	000022	深赤湾A	25.6	27.3	27.6	28.9	20.9
6	000538	云南白药	25.0	26.2	28.0	25.4	19.4
7	600123	兰花科创	20.0	22.1	26.2	21.9	16.3
8	600616	金枫酒业	19.8	21.4	27.7	22.4	19.5
9	001696	宗申动力	19.3	26.4	27.8	31.3	26.0
10	000088	盐田港	17.7	21.8	20.2	18.9	27.9

ROE＝净资产收益率

选股条件：03年至07年，每年的ROE都>16%
且上市时间在2003年以前

图23-4 2003～2007年ROE全部超过16%的上市公司

因此，当一家上市公司随着规模扩大，仍能够长期保持一个较好的净资产收益率，则说明这家公司的领导者具备了带领这家企业从一个胜利走向另一个胜利的能力。对于这样的企业家所管理的上市公司，我们可以给予更高的估值。

不能比利率低

上市公司的净资产收益率多少合适呢？一般来说，上不封顶，越高越好，但下限还是有的，就是不能低于银行利率。

100元存在银行，现在一年定期的存款利率是2.25%（2008年底数据），那么这100元一年的净资产收益率就是约2.25%（若严格按照上市公司净资产收益率的计算标准，该值应该是2.2%）。

如果一家上市公司的净资产收益率低于2.25%，那就说明，这家公司经营得很一般，赚钱效率很低，已经不太值得投资者关注。

投资者认购新股时，有没有想过，为什么一家上市公司的每股净资产是5元，而新股的发行价格会是15元。也就是说，之所以原来5元钱的东西能卖到15元，是因为这家上市公司的净资产收益率可能会远远高于银行利率，于是上市公司溢价发行的新股才会被市场所接受。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以说，高于银行利率的净资产收益率是上市公司经营的及格线，偶然一年低于银行利率也许还可以原谅，但如果长年低于银行利率，这家公司上市的意义也就不存在了。也正是因为这个原因，证监会也对上市公司的净资产收益率保持特别关注，证监会明确规定，上市公司在公开增发时，最近三年的加权平均净资产收益率平均不得低于6%。

杜邦分析法

由于净资产收益率在所有财务指标中处于核心地位，因此，以净资产收益率为切入口，通过对其进行逐级分解，不仅能够了解上市公司的盈利能力，还可以更加清晰地知道其盈利能力从何而来。

这种将净资产收益率分解的方式即是杜邦分析法——这种分析方法由美国杜邦公司率先使用，故称杜邦分析法。

净资产收益率其实可以分解为三个财务指标的乘积（见图23-5），即：

净资产收益率＝销售净利率×资产周转率×权益乘数

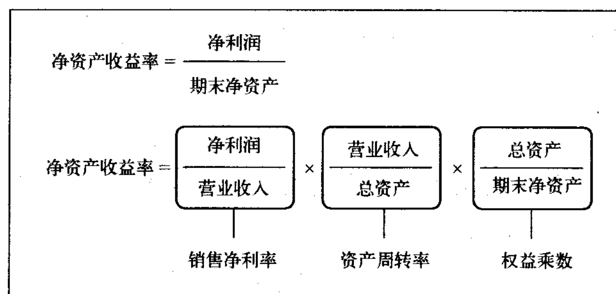


图23-5 杜邦分析法

第一次接触杜邦分析法的投资者可能会觉得奇怪，将净资产收益率分解成三个财务指标的乘积有什么意义呢？

先讲一下三个财务指标各自的含义，销售净利率能够说明一家公司所卖产品利润率的高低；资产周转率其实是指一家公司的资产运转效率。一般而言，如果一家公司的资产周转率高，则说明这家公司从原材料采购——加工——销售——收回现金——再采购原材料，这个完整的经营流程运行得很快；而权益乘数则是看一家公司负债率的高低。权益乘数高，则说明这家公司的负债率高，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说明这家公司的主要依靠高额负债来支持其经营。

我们假设A、B、C三家公司的净利润都是10元，期末净资产都是100元，这样三家公司的净资产收益率都是10%。但是三家公司的营业收入、总资产却不相同。A公司营业收入为20元，总资产为100元；B公司营业收入为200元，总资产为100元；C公司营业收入为50元，总资产为500元，则三家公司的净资产收益率如下：

$$\text{A公司净资产收益率} = \frac{10}{20} \times \frac{20}{100} \times \frac{100}{100} = 10\%$$

$$\text{B公司净资产收益率} = \frac{10}{200} \times \frac{200}{100} \times \frac{100}{100} = 10\%$$

$$\text{C公司净资产收益率} = \frac{10}{50} \times \frac{50}{500} \times \frac{500}{100} = 10\%$$

借助杜邦分析法，我们发现三家公司虽然净利润、期末净资产、净资产收益率都一样，但三家公司实现净资产收益率的途径却大相径庭。

A公司营业收入只有20元，在三家公司当中是最少的，但依靠这20元的营业收入，A公司却实现了10元的净利润，其销售净利率达到了50%。这说明A公司所卖产品的利润率非常之高，其特点是厚利少销。

B公司营业收入达到了200元，其资产周转率为2，这在三家公司当中是最高的，但200元的营业收入也只实现了10元的净利润，销售净利率只有5%，说明B公司所卖产品的利润率很低，与A公司的厚利少销相比，B公司显然依靠薄利多销，实现了10元的净利润。

而C公司的营业收入介于A、B公司之间，但其特点是资产周转率很低，只有10%，但期末总资产很高，达到了500元。由于C公司的期末净资产是100元，说明C公司的负债很多，资产负债率达到80%，其权益乘数为5。与A、B公司相比较，C公司能够实现10元的净利润主要是依靠高额负债实现的。

通过上述三家公司的分析，可以看出，即使净利润、净资产、净资产收益率相同的公司，其经营风格也会有巨大的区别。如果分析一家上市公司时，仅仅关注净资产收益率这一项指标——虽然该指标极为重要，我们就无法对公司进行深入分析与了解。而通过杜邦分析法将净资产收益率分解为三个指标，则可以由表及里，洞察一家公司的优势是什么、缺点又是什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户秒书籍下载请进 http://www.zhelp.net
理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

三项指标排座次

形成净资产收益率的三项财务指标，虽然在公式中完全平等，但在实际分析中，还是存在高低之分。一般来说，三个指标中，应更看重销售净利率，因为该指标往往成为判断一家公司能否持续成长的决定性因素（具体原因读者可以参阅本书产品毛利率章节）。资产周转率次之，它主要表现一家公司的管理能力、营销策略水平。而权益乘数则适中为好，也就是说，一家上市公司的资产负债率要保持在适中的程度。过低（接近1），则说明公司没有发挥负债的杠杆作用，过高（超过70%），则说明公司在经营中，过多依赖负债，存在较高的风险。

这里要特别强调一下，权益乘数过大，也就是高负债经营的风险所在。比如说，个别上市公司虽然净资产收益率很高，但负债率却超过了70%（一般来说，负债占总资产比率超过70%，被认为经营风险过高），这个时候我们就得加点小心。这样的公司虽然盈利能力强，运营效率也很高，但这是建立在高负债基础上的，一旦市场有什么波动，或者银行抽紧银根，不仅净资产收益率会大幅下降，公司自身也可能会出现亏损。

这就像炒房子，如果一套房子价格100万元，你只需首付30万就买了，一年后这套房子升值到200万，你卖掉房子，赚了将近100万，你的净资产收益率就超过300%。虽然净资产收益率是很高，但你要知道，你是在负债经营，你其实是借了银行的钱（银行按揭）炒房。如果这套房子没有升值而是贬值，那你的风险可就大了，如果房价一年后跌到了70万，你再脱手，可就是把本金30万都亏光了。

对上市公司来说，适当的负债经营有利于提高资金使用效率，提高净资产收益率。但如果以高负债为代价，片面追求高净资产收益率，虽然一时看上去风光，但风险也不可小觑。

比较是关键

使用杜邦分析法时，“比较”两字是关键。比较体现在两个方面：一方面是公司自己纵向比；另一方面是同行业公司横向比较。需要提醒投资者的是，行业之间的财务特征往往差别很大，不同行业的上市公司以杜邦分析法进行对照，很可能没有可比性。

以三一重工（600031）为例，看一下该公司2006年、2005年净资产收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率指标用杜邦分析法所进行的比较（见图23-6）。

$$\text{2006 年净资产收益率}=\frac{\text{净利润 5.57 亿元}}{\text{营业收入 45.7 亿元}}\times\frac{\text{营业收入 45.7 亿元}}{\text{总资产 59.2 亿元}}\times\frac{\text{总资产 59.2 亿元}}{\text{净资产 26.5 亿元}}=21.05\%$$

↓ 销售净利率 12.2%　　↓ 资产周转率 0.772　　↓ 权益乘数 2.23

$$\text{2005 年净资产收益率}=\frac{\text{净利润 2.16 亿元}}{\text{营业收入 25.4 亿元}}\times\frac{\text{营业收入 25.4 亿元}}{\text{总资产 47.6 亿元}}\times\frac{\text{总资产 47.6 亿元}}{\text{净资产 20.7 亿元}}=10.42\%$$

↓ 销售净利率 8.5%　　↓ 资产周转率 0.533　　↓ 权益乘数 2.30

图23-6　三一重工2006年、2005年杜邦分析法比较

从图中可以看出，三一重工2006年的净资产收益率之所以能够同比大幅提高，主要得益于销售净利率与资产周转率的大幅提高，与此同时，公司负债率还略有降低。杜邦分析法显示，公司产品的利润率与资产周转率都在大幅提高，这说明公司运转进入了良性发展轨道。

三一重工与山推股份（000680）都属于工程机械行业上市公司，我们用杜邦分析法，看一下两家公司的区别（见图23-7）。

$$\text{三一重工净资产收益率}=\frac{\text{净利润 5.57 亿元}}{\text{营业收入 45.7 亿元}}\times\frac{\text{营业收入 45.7 亿元}}{\text{总资产 59.2 亿元}}\times\frac{\text{总资产 59.2 亿元}}{\text{净资产 26.5 亿元}}=21.05\%$$

↓ 销售净利率 12.2%　　↓ 资产周转率 0.772　　↓ 权益乘数 2.23

$$\text{山推股份净资产收益率}=\frac{\text{净利润 2.42 亿元}}{\text{营业收入 30.6 亿元}}\times\frac{\text{营业收入 30.6 亿元}}{\text{总资产 29 亿元}}\times\frac{\text{总资产 29 亿元}}{\text{净资产 15.3 亿元}}=15.8\%$$

↓ 销售净利率 7.9%　　↓ 资产周转率 1.055　　↓ 权益乘数 1.89

图23-7　三一重工山推股份2006年杜邦分析法比较

图中数据显示，三一重工的净资产收益率能够高于山推股份，主要得益于其销售净利率，这说明三一重工所销售产品的利润率明显高于山推股份。此外，三一重工的权益乘数也略高于山推股份，说明三一重工利用负债拉动净资产收益率的程度较高；而山推股份的资产周转率明显高于三一重工，这说明山

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推股份虽然产品利润率低，但经营流程运行速度快。

中国经济时报 2009年2月17日

茅台10倍市净率是否合理

□作者 杨乐

投资者为什么会给贵州茅台如此高（10倍市净率）的溢价呢?

很多人会振振有辞地说："因为茅台是中国上市公司中确定性最高、增长速度最快的公司"。但是，如果我们把视野再放开阔一些：在港股、美股等海外市场，有大把的这种公司，它们的确定性至少和茅台不相上下，而估值却远远低于茅台。

中国A股市场的估值何以能普遍高于周边市场？如果说这是中国的"增长溢价"，那显然是一个谬误。巴菲特曾说，衡量一个公司盈利能力的标准是去杠杆的ROE。而中国公司的ROE恰恰普遍很低。

为什么A股上市公司回报股东的意识淡薄？我想一个很重要的原因就是：中国内地投资者可选择的范围有限，除了A股，几乎别无选择。

再回到茅台的研究上来。难道它真的确定性很高?

很多关于茅台的分析文章都反复强调（以至于成为约定俗成的观点和很多计算模型的条件）：茅台从2008年开始常年保持40%的ROE。让我们看一下茅台上市以来历年的ROE—2007年：34%；2006年：26%；2005年：22%；2004年：20%；2003年：16%；2002年：13%；2001年：40%。

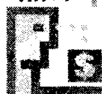
数据是不会骗人的。除了2001年刚上市时有过40%的净资产收益率外，茅台的ROE从未超过40%，即便是在经济超级繁荣的2007年。至于2001年的数据有多少"水分"，看看2002年仅13%的ROE就可知道大概了。对于一个ROE从未达到过40%（更不用说保持几年了）的公司，我们假设它在未来几年可以保持40%的ROE，是否过于鲁莽了呢?

数据的好处就是，它不会在你耳边窃窃私语：茅台拥有多少历史沉淀；茅台多么像可口可乐和微软；将来每个中国人一年都要消费一瓶茅台。即便茅台的竞争优势像可口可乐和微软一样大，也不能说明什么。投资微软股票近十年的回报率为6.2%，近五年的回报率为2.6%（这还是只统计到2007年10月，并不包括最近一年多以来惨烈的下跌）一难道我们追求的就是这种回报率?

"将来中国每个人一年都要消费一瓶茅台"，这是茅台的董事长说的。于是，无数投资者都开始幻想一个美好的前景—80%的毛利率和庞大的销售额。然而，试想一下，如果茅台真的成为普及类饮料，而不是奢侈品，那么它还能卖这么高的价格吗？还能有这么高的毛利率吗?

我并非否认茅台是A股市场中难得的好公司，只是认为不应该以高价位买入。因为，价格便宜才是投资者买入的充分条件。

点评



评估一家公司，不可人云亦云，而是要自己去看数据，去看公司几年以来的定期报告。与一切花言巧语相比，数字更冷静、更客观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用[illegible]8218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理想论坛图书馆藏书
http://www.55188.com/forum-53-1.html
（请勿转载！）

第24章

向羊肉串学习

产品毛利率

街边的羊肉串，三元钱一串，那些肉的成本可能只有5角钱，算上烧炭的成本3角钱，毛利也有2.2元，一天卖200串，能赚440元，一个月就是1.32万元。仅从单个产品看，这样的生意可谓暴利。这么赚钱的生意，在上市公司中却很罕见，所占比例不会超过5%。为什么堂堂上市公司，还不如卖羊肉串的呢？

这主要是因为，卖羊肉串难以做大，小本生意干干还可以，一旦想搞大，几个亿的资金砸下去，就会遇到很多难以解决的问题，如人员管理、和摊贩竞争、市场容量，等等。

那是不是说，大公司只能干那些利润薄的产品呢？当然不是。很多上市公司的产品或服务，虽不如羊肉串那样一本万利，但含金量却也不低。这样的上市公司特别值得投资者青睐。在实际操作中，有一个专门评价产品利润薄厚的指标：**毛利率**。

何谓“毛利率”

先介绍两个公式：

毛利＝营业收入－营业成本

毛利率＝（营业收入－营业成本）÷营业收入

在上市公司定期报告的利润表中，前两个科目分别是营业收入与营业成本，营业收入好理解，可以将其视为一年中公司的产品销售额。营业成本就有点复杂了。在会计学中，营业成本有专门定义，与平常理解的成本概念不完全一致。简而言之，营业成本一般包含了生产产品的原材料费、工人薪酬、制造费用（包括生产设备折旧、水、电费等开销）。

须注意的是，在企业经营中，很多花费虽然也与经营业务有关，但并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纳入营业成本的范畴，而是列入其他的会计科目，如销售产品时的广告费、运输产品时的运输费、销售人员的薪酬等被列入销售费用科目；管理人员的薪酬、排污费等被列入管理费用；而从银行贷款所要支付的利息被列为财务费用（上述三项费用又被称为期间费用）。

由此可见，营业成本是指生产产品时直接发生的成本，并没有包含企业生产经营时所支出的期间费用。因此，营业收入减去营业成本的余额，就有了“毛利”之称。而营业收入与营业成本的差额与营业收入之比，就是毛利率。

营业成本的三个特点

在会计中，将支出划归不同的会计科目，可以帮助投资者比较清楚地了解在企业的各经营环节中，支出分别是多少，从而判断出企业的核心竞争力在哪儿，企业的盈利有没有提高的潜力。

营业成本这一会计科目，就是让投资者了解上市公司在生产环节中花了多少钱。那么了解这一信息，对投资者来说有什么价值呢？

从营业成本的构成不难判断出，对大多数企业，特别是制造型企业来说，营业成本是所有支出当中最大的一部分。投资者如果多看看年报，就会发现，这一特点十分突出。

营业成本还有另一个特点，就是与销售费用、管理费用、财务费用比起来，它与营业收入的关联度最高。从极端的角度讲，一家企业在有营业收入的情况下，可以没有财务费用，甚至可以没有销售与管理费用，但肯定有营业成本。也就是说，有营业收入必有营业成本。

关联度高的另外一个体现是，如果产品卖得多、卖得火，营业成本一般情况下也会以差不多的比例增加；而销售费用、管理费用、财务费用与营业收入的关联度就没这么高了。比如说，A公司的营业收入增长了50%，营业成本会增长45%，而销售费用、管理费用、财务费用只增加了15%。

之所以如此，也是与这些会计科目的构成有关。投资者有兴趣，可以想一想企业经营流程，然后再多看看年报，你会发现，多数上市公司的情况即是如此。

而营业成本的第三个特点是，由于其与产品生产的紧密联系，当一家上市公司存在多类产品时，营业成本能够做到拆细后，可以与各类产品进行一一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对应。而这一点，是管理费用、财务费用、销售费用无法做到的。正是由于这个特点，才可能分行业、分产品核算企业的毛利与毛利率。

试想，如果一家企业的管理费用（管理费用包括管理人员薪酬、行政人员薪酬费办公费，等等，主要是指企业为组织和管理企业所发生的费用）是1000万元，我们无法将这1000万元再拆细，去对应每一类产品的生产。

利润之源

明白了营业成本的三个特点，也就明白了由营业收入减营业成本所得出的毛利，对投资者而言有什么价值。

在大多数情况下，毛利是一家企业盈利的源泉。它是企业创造利润的第一步，也可以说是最重要的一步。如果上市公司在第一步就没走好，剩下的环节，投资者基本上就不用看了。

比如，对于一些加工制造型的企业来说，原材料在营业成本中所占的比重很大。假如一家企业买进原材料花费了1000万元，而其销售额只有1050万，那么这家企业还能赚什么钱呢。我们且不说工人工资，以及生产时所消耗的水电，就算把销售费用、管理费用、财务费用都降为零，这家企业最多也只能赚50万了。

由此不难看出，毛利是影响企业盈利的决定性因素，一家企业即使拼命压缩各种费用，减少各种开支，对企业利润的贡献也是有限的。用一句通俗的话讲：钱是赚出来的，而不是省出来的。

细心的投资者可能会反驳，创造利润的第一步，应该是营业收入呀，没有收入哪儿来的利润呢?

营业收入的重要性毋庸讳言，但我们刚才讲过，营业成本其实是伴随营业收入的形成而形成的，两者在某种意义上可以视为一体。虽然在利润表中，营业收入是单独一个会计科目且排在第一位，但此时还没有形成“利润”，因为所谓“利润”的概念，是一个差额概念，收入减支出才会有“利润”，既然营业成本在企业支出中占大头，而且与营业收入又相伴而生，我们完全可以将营业收入与营业成本两者合二为一，将毛利的形成视为企业创造利润的第一步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛利增幅低于30%

既然毛利是利润之源。那么投资者如何评判上市公司毛利的增长或降低呢？

从实践经验看，如果一家上市公司的毛利增长同比低于30%，那么这家公司暂时就不值得关注了。

毛利增幅低于30%，无外乎两点原因，一是营业收入增长太慢，二是营业成本增幅过快。营业收入增长太慢甚至不增反降，为什么会伤害上市公司，这一点在此就不展开讲了。

营业成本增幅过快，对上市公司也相当不利。如一些以石化产品为原料的上市公司，由于原油价格大幅上涨，导致原材料价格大幅上涨，进而毛利急速下降。

有投资者会问，年报中的数据只是过去的事情，更重要的是将来，难道说毛利增长低于30%的上市公司，未来就不会高速成长吗？

当然有可能高成长，但概率不高，特别在接下来的几年中，高成长更可能是一个小概率事件。

因为无数正在优秀或者曾经优秀的上市公司的经验告诉我们：这些公司的发展大都不是匀速上升的，在其发展过程中，会出现一个高速增长期。而作为投资者应该做的，就是在确认这个高速增长期已经出现时，买进其股票。那种希望买在低速增长行将结束，高速增长即将到来的时点上的想法固然好，但对于普通投资者来说，难度相当高。

还有投资者想，将毛利同比增幅50%设为一个门槛岂不是更好。将增幅门槛提得过高，有可能出现两个问题，一是将很多本来优秀的上市公司排除在外，二是在符合标准的群体中，可能会出现不少虽然一度优秀，但行将过气的上市公司。

毛利增幅高于30%

对于投资者来说，在毛利增幅高于30%的上市公司群体中，再进行选择甄别，是一个比较妥当的办法。

那么，如何继续进行甄别以减小选择范围呢？我们先得分析一下，毛利增长超过30%的原因。从毛利形成公式可以看出，毛利增加也就是营业收入与营业成本的差额扩大。进而言之，在营业收入增加的前提下，只要营业成本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加额不超过营业收入的增加额，毛利就会增加。

因此，毛利增幅能够超过30%，首先是营业收入有明显增长（当然，从理论上讲，在营业收入持平或减少时，营业成本大幅降低，毛利也可能增加，但这种情况在上市公司中极为罕见）。

那么在营业收入明显增长的同时，营业成本的表现如何呢？可以分为两种情况，第一种是营业成本的增速超过了营业收入的增速，第二种是营业成本的增速低于营业收入的增速。

如果出现第一种情况，建议投资者可以将其排除在选择范围之外。因为在多数情况下，这说明企业正在以牺牲赚钱效率为前提，扩大销售规模。这种增长往往是一家企业的隐患，其成长性将难以为继。比如有些彩电类的上市公司，在1997年的时候，大打价格战，虽然扩大了市场占有率，营业收入与毛利也都实现了快速增长，但由于销售价格降低，营业成本的增速超过了营业收入的增速，时至1998年，这些企业就开始步入衰退期，最终出现巨额亏损。

毛利率登场

因此，投资者要密切关注的，是那些营业收入增速高于营业成本增速的上市公司，而这样的上市公司也正是毛利率在提高的公司。

从本章一开始所介绍的毛利率的公式中，投资者其实可以推导出，若要使毛利率增长，必须使营业收入的增速高于营业成本的增速。

有投资者可能觉得，在毛利增幅超过30%的前提下，再引入毛利率增长这一条件，是不是太过严格了。

事实并非如此，真实的情况是，很多毛利增幅超过30%的公司，毛利率都在增长。其原因，还是与营业成本的构成有关。

刚才讲了，营业成本主要包括原材料费、工人薪酬、生产设备折旧、生产所用水电费，等等。假设原材料价格与产品销售价格不变，产品产量的增加，会导致原材料费与水电费同比例增加，但工人薪酬与生产设备折旧却很可能不会同比例增加。

比如说，由于生产流程优化，现场管理水平提高，工人工作熟练程度提高等原因，都会在不增加工人，不增加工人薪酬的条件下，使产品产量增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而生产设备在很多企业也有挖潜的余地，也就是在不增加设备的同时增高产量。再比如，企业引进了更先进的生产设备，减少了生产工人的人数，进而使减少的工人薪酬支出大于新设备的折旧费。

总而言之，在一个平稳的市场环境中，一家企业毛利率提高，并不是什么稀罕事儿，这是一家优秀的上市公司应该具备的特征。

暴利公司

既然毛利率增加还不足以使我们完全动心，那么还应引入哪些条件呢？

我们还可以在毛利率上做文章，从优秀上市公司的经验看，很多公司的毛利率都保持在30%以上。因此，我们不仅要看毛利率的变化趋势，还要给这个趋势附加一个高起点——30%。

毛利率的高起点说明什么呢？一般而言，说明两种可能：一是上市公司处于市场高速扩张期，营业收入的大幅增长，使毛利率保持在一个高水平上；二是上市公司在生产暴利的产品，或者提供暴利的服务。

对于前者，其实刚才我们在讲述毛利率的增长时，已经分析过了。更加令人动心的是后者。

所谓暴利产品、暴利服务，肯定是那种营业成本很低，但出售价格却很高的产品或服务。

比如说，我们熟知的茅台酒，即是典型的暴利产品。由于国酒茅台强大的品牌优势，其产品的价格与其他白酒相比极高，从贵州茅台2006年年报上可以看出，其主打产品毛利率超过了80%。

再比如，一些旅游业上市公司就属于提供暴利服务的行业。夸张一点讲，国内很多旅游类公司，事实上就是在一些名胜所在设个路障、建个收费窗口，就开始坐地收钱了，其成本投入相当低。丽江旅游2006年年报显示，这家公司的毛利率就保持在80%以上。

国内证券市场中，其他的暴利上市公司还有诸如高速公路类的上市公司、制药类上市公司、矿产类上市公司、房地产类上市公司，等等。而有些公司在A股市场还很少见，如在美国上市的中国公司——巨人网络，主业是网络游戏，其毛利率高达90%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

暴利的两种类型

观察一家上市公司时，不能仅仅迷恋于其产品暴利的表象，还要分析其暴利形成的根本原因。掌握这些原因，对上市公司未来的发展才能了然于胸。

这些暴利公司，大致可以分为两种：第一种，我们可以称之为时来运转型；第二种叫水到渠成型。

如矿产类、房地产类上市公司就是时来运转型。这些公司所处行业大都是周期性行业，行业火爆时，产品价格猛涨，产品体现出明显的暴利特征，公司毛利也极速攀升。

而水到渠成型上市公司，周期性就不明显。如茅台酒的暴利是由于品牌优势；丽江旅游暴利是由于低成本，以及一定的品牌优势；一些药业上市公司的暴利，是由于其药品的专利技术以及品牌优势，这些公司毛利的增长并不过分依赖产品价格的高速攀升。

时来运转型公司的爆发力很强，短期内净利润可能暴涨，但可持续性较差，而水到渠成型公司，不太可能短期内净利润暴涨，但可以做到持续增长、稳定增长。相比较而言，水到渠成型上市公司更适合长期投资。

要与同行相比较

分析一家上市公司的毛利增幅、毛利率变化趋势以及毛利率时，务必要与同行企业进行比较。

大多数上市公司的财务表现，都具备两个特征：一个是行业特征，另一个是公司自身的特征。所谓行业特征是指，由于行业本身的特性，使其财务表现具备了一定的特点。比如说，药业上市公司的毛利率普遍较高；出租车类上市公司的应收账款很少；发电类上市公司的经营活动产生的现金流量净额普遍很大。

而公司自身的特征，则需要通过与同行业上市公司的比较方可显现。比如说，A、B公司同样是钢铁类上市公司，但年报数据显示，其毛利率的差别很大。这就会引起我们的关注，通过分析产品结构会发现，毛利率差别大，是由于其具体产品的区别。A公司的主打产品是汽车面板，技术含量高，产品附加值高，因此毛利率也高；而B公司的主打产品是普通的中厚板材，技术含量低，产品附加值也低，因此毛利率也低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，通过与同行公司的比对，投资者就会发现，公司的自身特征，如产品的技术含量高低、营销策略的差异、规模效应是不是导致成本优势，等等。了解了这些信息，投资者对上市公司的把握也就更加深刻。

要看分产品明细表

上市公司年报中，有一个相当重要的表格——主营业务分行业分产品情况表（见图24-1）。借助该表，投资者可以清晰地了解一家上市公司各种主要产品的毛利与毛利率，进而对上市公司的产品竞争力、盈利能力以及发展潜力做出判断。

主营业务分行业和分产品构成情况　　（单位：万元）

分行业	主营业务收入	主营业务成本	毛利率(%)	主营业务收入比上年增减(%)	主营业务成本比上年增减(%)	主营业务利润率比上年增减(%)
煤焦产品	176 786.52	150 627.25	14.80	176.16	170.96	增加1.64个百分点
化肥产品	14 450.13	13 773.58	4.68	41.37	41.99	减少0.42个百分点
化工产品	132 879.05	103 031.02	22.46	43.39	39.10	增加2.39个百分点
建材产品	6 430.91	5 811.47	9.63	-26.53	-11.42	减少15.42个百分点
分产品						
聚乙烯醇	41 255.21	29 373.82	28.80	36.42	23.35	增加7.54个百分点
醋酸乙烯	25 759.35	22 209.17	13.78	39.48	33.17	增加4.09个百分点
纯碱	23 906.37	19 793.73	17.20	22.66	26.54	减少2.54个百分点
氯化铵	14 450.13	13 773.60	4.68	41.37	41.99	减少0.42个百分点
水泥	6 430.91	5 811.47	9.63	-26.53	-11.42	减少15.42个百分点
焦炭	168 441.35	145 593.87	13.56	176.81	170.28	增加2.09个百分点
焦油	10 062.04	7 429.29	26.17	122.29	165.70	减少12.06个百分点
粗苯	3 896.84	2 080.08	46.62	81.74	69.86	增加3.73个百分点
精甲醇	26 546.41	20 835.81	21.51	57.49	66.89	减少4.43个百分点

图24-1　云维股份2007年年报的相关内容

之所以关注这张表，是因为如果只看利润表中的营业收入、营业成本，容易对某些上市公司的盈利能力与发展趋势产生误判。

大多数上市公司都不是生产单一产品，其产品的种类有很多，而且有时候甚至会跨行业。因此，通过这张明细表，才可能准确了解，到底是哪些产品，真正在支撑上市公司的毛利、毛利率。

比如说，前两年房地产行业相当火爆，利润也很高，不少原来并非房地产行业的上市公司也开始涉足这个领域，由于很多此类公司其实资金有限，实力不强，所开发房地产的规模有限，土地储备也不足。虽然由于房地产行业目前的暴利特征，这些小打小闹的“外来户”也沾了一些光——公司整体毛利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得以大幅提高，但其可持续性很成问题。

如果不看这张明细表，仅看利润表中的数据，根本无法了解这类公司整体毛利率大幅提高的真实原因，在这种情况下贸然投资该股票相当危险。

优势与局限

与其他单一的财务指标一样，从毛利与毛利率的角度分析一家公司，有其独特的优势，但也有其局限性。

从前文的一系列分析可以看出，分析一家公司的毛利与毛利率，有利于准确把握上市公司的产品竞争力、产品盈利能力以及未来发展潜力。而这一优势，是其他财务指标无法替代的。

而比较明显的不足之处在于，这种方法没有考虑营销、管理、财务费用对上市公司的影响。而这三项期间费用在某些时候的表现，会颠覆我们从毛利与毛利率的分析中得出的结论。

比如说，一些制造消费品的上市公司为拓展市场，会投放巨额广告。在一系列广告轰炸之后，公司的毛利与毛利率的确在提高，但问题在于，巨额广告费的支出是体现在销售费用中（还有些公司的广告费不是当年都记入销售费用，而是在几年内平均摊销，因此其广告支出还体现在资产负债表的待摊费用中）。如果考虑到销售费用的提高，这些公司的毛利与毛利率则并没有在提高。

为了避免出现这样的问题，投资者对公司毛利与毛利率进行分析时，一定也要看一下这三项期间费用有没有异动，如果出现异动，则要认真进行分析，找出原因，看看是不是会影响此前分析所得出的结论。

东方早报　　2008年9月06日

上市公司毛利率秘密

□作者 吴英燕

股神巴菲特将毛利率作为选择股票的准则之一，而其极为欣赏的投资大师费雪也认为：真正能够让你投资赚大钱的公司，大部分都有相对偏高的利润率，通常它们在业内有最高的利润率，而且是连续多年拥有较高的利润率。

费雪口中的利润率也就是我们平日提及的毛利率，毛利率是指毛利润与销售收入的百分比，它通常与主营业务利润率、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售净利率共同作为衡量企业主营业务的销售能力和企业市场竞争力的标准。

销售毛利率是用以反映企业每一元营业收入中含有多少毛利额，它是净利润的基础，此外，通过对这个指标的观察也可以从历史的角度看企业的成长脉络。

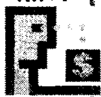
通常经历了多轮熊牛市风雨洗礼的股票能更好地反映其成长性和竞争力，如果将10年来销售毛利率、销售净利率和主营业务利润率的前100只个股进行统计，以10年涨跌幅（总市值加权平均）为指标，我们发现销售毛利率前100名的上市公司整体涨幅为505.22%、主营业务利润率前100名的整体涨幅为472.85%、销售净利率前100名的整体涨幅为412.79%，三项指标都远远跑赢A股10年来318.17%的涨幅，而三项指标排名后100名的股票涨幅分别为242.84%、192.91%、136.11%。

换个角度，如果以2005～2007年上市公司的销售毛利率、主营业务利润率和销售净利率逐年提高为统计标准，我们发现在前20名公司中，医药行业上市公司家数最多，达到7家。

当然，正如费雪所言：选股重要的不是过去的利润率，而是将来的利润率。比如，凭借独特的经营模式取胜的苏宁电器，近几年其毛利率一直很高，上市4年来，年销售毛利率平均值达到14%。但是已经有不少的业内人士开始质疑苏宁电器目前的盈利模式。有分析人士指出，苏宁电器正在面临的一个主要问题是毛利率下降，即同样的开店投入并不能获得在北京、上海等中心城市时的相应利润。这表明，苏宁电器单纯依靠多开店扩大利润规模的模式已碰到瓶颈。

可见，检视公司利润的第一步是探讨它的毛利率，也就是说，算出每一元的营业额含有多少营业利润。寻找景气度上升的行业，在该行业中挖掘毛利率最高的公司进行投资。只有瞻前顾后，才能瞄准毛利率会稳步上升的个股，才能发现一些如今虽是“丑小鸭”但终将会成为“天鹅”的赚钱股。

点评



以毛利率作为选择股票池的标准之一，是比较合理的选择。我们在讲解净资产收益率时，提到过杜邦分析法，其中将净资产收益率分解为三项因素，其中最重要的，也就是毛利率。

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第25章
唯“财”是举
每股净资产及市净率

女孩子找对象，当然希望对方才财兼备。虽说有“才”意味着以后能赚钱，但毕竟是将来时，是不是真的飞黄腾达，还未可知。但有“财”却是看得见摸得着的，因此，基于未来与现实相结合的考虑，两者最好不要偏废。

评价上市公司也是一样，盈利能力（净资产收益率）当然要看，但每股净资产也不能忽视。也就是说，投资者既要评估上市公司赚钱的能力，也要注意上市公司的家底，而且家底是赚钱的基础，家底不殷实，心里往往不踏实。

流通溢价

顾名思义，*每股净资产＝净资产÷总股本*。每股净资产是告诉投资者，每股股票所对应的股东权益额。更简单的说法是，每股股票在上市公司的账面上值多少钱。

为了理解每股净资产，得先从股票的交易价格说起。在股权分置改革之前，上市公司国有股不能在证券市场上流通，如果国有股东想出售其所持股权，一般的方式是通过协议转让——所谓协议转让，简单讲就是以签定协议（合同）的形式转让股权。

在协议转让上市公司股权时，我们可以发现这样一种现象：每股协议转让价格大都接近于每股净资产，一般情况是，每股价格比每股净资产额稍高一些，但远远低于股份在证券市场的价格（股价）。比如说，A公司的每股净资产是2元，每股收益是0.2元，其股价是6元，而协议转让股权的价格可能就是2.8元。

为什么同一样东西，在同一时间，交易的价格会有如此大的区别呢？

这是因为，证券市场的流通性远远高于协议转让市场。简单而言，如果股份可以在证券市场流通，那么股份变现非常便利，只需打一个电话就OK了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除非持股量很大，否则你不用担心没有买家，因为参与证券市场的投资者非常多。但协议转让的方式就没这么简单了，你想转让股份，但很可能一时半会儿根本找不到买家，即使好不容易有人要买了，买方也许还要考察企业，再进行谈判，转让过程会拖得很长，从你想卖到最后成交，不知道要等多少时间。

因此，我们可以明白一个道理，证券市场的股票价格中，有一部分可以被称之为流通溢价，也就是说，因为证券市场的流通性好，同样的股份在证券市场上卖，价格就要高。

如果大家觉得流通溢价还不好理解，那么你可以问一下自己，如果你原本打算以6元的价格买进A公司股票，但现在告诉你，你买进A公司的股票后，该股票将被禁止在证券市场出售，此时，你是否还愿意以6元的价格买进呢？

如果不考虑流通溢价，一家公司股份的价格由什么来决定呢？这个问题比较复杂，在此不必赘述，简单而言，有两个因素必须要考虑：一是每股净资产；二是这家公司未来能赚多少钱。

那么每股净资产为什么必须考虑呢？这是因为，从会计的角度分析，每股净资产作为公司股份的账面价值，是股东累计投入和利润积累的结果。对多数企业来说，这一账面价值比较接近于企业的内在价值。

判断一家公司未来能赚多少钱，是件很难的事情，因为不确定性因素很多，但每股净资产一目了然、清清楚楚。因此，在协议转让时，买卖双方大多把每股净资产作为价格谈判基准，再辅之以对公司未来盈利状况的预测，如果公司赚钱，就会在每股净资产的基础上加价，反之，则要减价。

因此，如果投资者买股票，是以参股一家企业的心态，打算长期持有，那么在决定以什么样的价位买进股票时，就不用去理会证券市场的股价，也就是不用考虑刚才所讲的流通溢价，而是如协议转让时一样，考虑每股净资产额，再结合对企业成长性的判断来决定买进价位。例如在巴菲特的投资组合中，巴菲特就认为可口可乐、吉列两只股票要永远持有，巴菲特当然非常看好这两家公司的成长性，但值得投资者注意的是，巴菲特买进可口可乐与吉列的价格只是比这两只股票当时的每股净资产额稍高一些。

证券市场的股价对这样的投资者来说，其意义只是报价，而不是判断其合理价位的依据。也就是说，当股价与你心中的合理价位相符合时，你就可以买进了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挤干水分

从2007年年报开始，取消了一个以前年报中出现的财务指标：调整后的每股净资产（见图25-1）。这个指标的计算公式是：

调整后的每股净资产＝（净资产－3年以上的应收款项净额－长期待摊费用）÷总股本

公式中的应收款项（不要与应收账款混淆）净额包括应收账款、其他应收款、预付账款、应收股利、应收利息、应收补贴款。

主要会计数据	2006 年	2005 年
主营业务收入	3 883 986 261	2 911 163 405
利润总额	664 473 397	428 432 983
净利润	607 220 274	391 718 491
扣除非经常性损益的净利润	605 962 308	355,237,728
每股收益	0.61	0.39
净资产收益率（%）	21.5	17.7
总资产	7 507 799 094	6 550 514 470
股东权益（不含少数股东权益）	2 827 897 240	2 209 942 296
每股净资产	2.82	2.21
调整后的每股净资产	2.72	2.13

图25-1 福耀玻璃2006年年报的相关内容

这个公式看上去挺复杂，但其本质含义，理解起来并不难。与每股净资产的计算公式相比，调整后的每股净资产只是将净资产“瘦身”了，也即减去了一系列会计科目。

之所以减去这些会计科目，是出于稳健性与谨慎性的考虑，将净资产中可能存在的水分挤干，而由此计算出的每股净资产更加实实在在。

比如说，3年以上的应收款项要从净资产中扣除，这是因为账龄超过3年的应收款项，收回的概率很小，最终很可能成为坏账。这样的项目虽然也被视为资产，但它们即不能流动也很难变现。因此，将这些应收款从净资产中扣除，就会使净资产更加接近于自身的真实面目。

虽然年报中取消了这个指标，但是建议投资者在使用每股净资产对上市公司进行估值时，仍然按照上述公式自己进行演算。如果大家觉得过于复杂，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以将3年以上的应收款项只视为3年以上应收账款与其他应收款之和。这样计算出来的结果，也完全可以使用。

从差额看问题

投资者在自己演算时，可以观察到这样一个现象：绩优公司、盈利能力强的公司，每股净资产与调整后的每股净资产，其差额往往都很小，有时候甚至可以忽略不计了。

这是因为，一方面绩优公司对于应收款项的管理很好，或者是产品很抢手，买家都是先付款后提货，应收账款微乎其微，所谓3年以上应收账款当然就罕见了；另一方面，绩优公司由于盈利能力强以及出于少缴税的考虑，对于如广告费、开办费这样的支出，不愿意分年度摊销，而都是作为当期费用在利润表中全部列支了。

这样一来，在计算调整后的每股净资产时，扣除项的金额相当少，因此，与每股净资产的差额也自然就很小了。

相反，在绩差公司的年报中，这一差额往往就很大。其原因则于绩优公司的情况刚好相反。在极个别上市公司中，其每股净资产可能还是正数，而其调整后的每股净资产就会变成负数。

其实，调整后的每股净资产与之前讲过的扣除非经常性损益后的净利润有些类似。前者是挤干资产中的水分，使投资者接近上市公司资产的真实情况；后者是挤干当期利润中的水分，使投资者可以接近上市公司的真实盈利能力。

与股价相结合

每股净资产虽然有它单独存在的意义，但单独使用这一数据的投资者毕竟还是少数。大多数投资者在使用每股净资产时，还是会与股价相结合，也就是使用市净率这个指标：

市净率＝股价÷每股净资产

从公式上看，市净率是在告诉我们：购买上市公司1元的净资产，要花多少钱。假如一家上市公司的市净率是5，就说明，这家上市公司账面上1元的净资产在证券市场中卖5元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有投资者可能会奇怪，凭什么账面上1元的净资产，在证券市场中能卖5元？这个问题的答案，在刚才讨论每股净资产时已经涉及了。简单说，1元的净资产能够卖高价是因为还存在流通溢价以及对公司未来盈利的估计。

假设一家公司的净资产收益率为100%，且能够持续。在不考虑流通溢价以及银行利率的前提下，这家公司的市净率会不会是1呢？当然不会，因为我们知道，如果不进行现金分红，这家公司第二年的净资产就会增长100%，第三年时，与开始时比，净资产就会增长400%。如果这样的公司市净率是1，则无异于天上掉馅饼了。

从理论上讲，如果一家公司的净资产收益率能够保持在比银行利率高的水准，且能够持续，那么其市净率就应该超过1。

因人而异

用市净率对个股进行评估时，也要因人而异。一些资本密集型上市公司用这个办法很适合。比如说，钢铁类上市公司由于行业周期性强，盈利水平易大起大落，用市盈率对其估值，容易引起误判，因此，一般采取市净率法。

因为无论在行业景气时还是景气下降时，钢铁类上市公司的净资产是稳定的。而且，钢铁行业属于成熟的行业，资产质量相对安全，不会出现资产价值因技术进步而迅速贬值的问题。因此，我们可以将净资产视为此类公司的价值底线（见图25-2）。

再比如，高速公路类上市公司、电力企业，等等，都可以用市净率的办法进行估值。

当然，对于一些高科技类、服务类上市公司，用市净率的办法进行估值效果就不理想了。因为这些企业的核心价值很大程度上是游离于会计报表之外的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

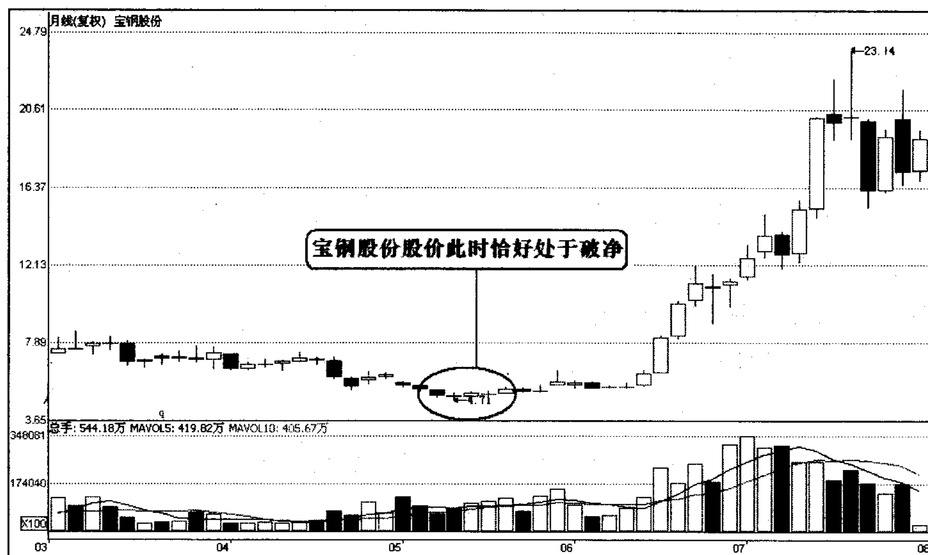


图25-2 宝钢股份K线图（2003～2008年月线·复权）

为什么会有“破净”

证券市场中，经常会遇到这样的股票，也就是其价格是低于每股净资产。这种现象，被称为破净——也就是股价跌破了每股净资产。

个别资产质量很差、业绩亏损的上市公司出现破净是很正常的现象，因为投资者认为这种公司的真实价值要低于其账面价值了。比如，若调整后的每股净资产远远低于每股净资产，出现破净就很有可能。

但是若证券市场中，出现大面积破净公司，而且一些破净公司仍然保持着一定的盈利时，其原因一般有两点。

第一，投资者不看好某一行业或者是宏观经济的未来发展。也就是说，虽然这些上市公司仍然盈利，但投资者对其未来的发展相当悲观，认为盈利无法持续，在未来可能会大幅下降，甚至出现亏损。

第二，心理作用。市场处于熊市当中，行情表现十分低迷。投资者认为股价还会下跌，因此纷纷抛售股票，或者不愿买进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从破净看大盘走势

从历史经验中，可以发现这样一种现象：**当市场中有一大批上市公司的股价，特别是一些资产密集型上市公司出现破净或者接近每股净资产时（见图25-3），大盘也就基本上跌至底部。**

序号	代码	名称	市净率*	2007年净利润（亿元）	净资产收益率（2008年三季度）
1	600102	莱钢股份	0.8210	11.3954	13.8800
2	600019	宝钢股份	0.8290	127.1833	12.9500
3	000898	鞍钢股份	0.8614	75.2500	14.1600
4	000825	太钢不锈	0.9404	42.4861	11.7000
5	600808	马钢股份	0.9886	24.7538	11.8100
6	600282	南钢股份	1.0031	10.3085	12.9700
7	000709	唐钢股份	1.0832	21.4494	18.1300
8	000039	中集集团	1.1511	31.6537	11.7800
9	600022	济南钢铁	1.2431	13.8531	23.2000
10	600005	武钢股份	1.2649	65.1872	24.1250
11	601919	中国远洋	1.2817	190.8536	32.1000
12	600012	皖通高速	1.2928	5.1745	10.3000
13	600058	五矿发展	1.3332	10.6297	19.2054
14	600026	中海发展	1.3382	45.9605	21.3700
15	600016	民生银行	1.3441	63.3518	15.2500

选股标准：　同时满足下列三项条件：
2007年净利润>5亿元
2008年前三季度净资产收益率>10%
市净率<1.4

注：市净率=2008年12月31日收盘价÷08年三季报末每股净资产

图25-3　钢铁类上市公司整体破净

其原因在于，我国的上市公司群体中，资产密集型的上市公司占据了绝对主力地位，如石化类上市公司、钢铁类上市公司、电力类上市公司以及很多制造业上市公司，真正的高科技上市公司在A股市场中并不多见。基于这一现象，我们可以将中国的上市公司视为一家公司，这家公司的基本特征就是资产密集型。

按照上述分析个股时的思路，净资产是这些公司的价值底线，一批公司接近价值底线时，则说明大盘已经跌无可跌了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理想论坛图书馆藏书
http://www.55188.com/forum-53-1.html
（请勿转载！）

京华时报

A股仨月歼灭近200只破净个股

□记者 马岚

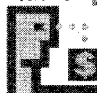
在去年11月初A股市场由于持续暴跌而产生的200余只破净个股，如今已寥寥无几了。这意味着A股用了三个月时间，就集中歼灭了近200只破净股。其中，进入2009年1月以来的这一波强势反弹，更成为消灭破净个股的关键时期。昨天，天相投顾发布的最新统计显示，截至2月16日，沪深两市共有7家上市公司股价跌破了最近报告期末的每股净资产，市净率分布在0.82～0.99倍之间，主要集中在钢铁、房地产、化工等几个行业。

公开资料显示，去年11月初，两市的“破净股”数量最多曾达到205家。钢铁板块有2/3的个股沦陷为“破净股”成员，此外，造纸板块的破净股也超过半数，汽车制造板块也有接近四成个股破净，其中不乏许多基本面良好的龙头公司。如今，钢铁股中仅有韶钢松山和安阳钢铁还在破净行列，但距离收复失地已不遥远。

记者注意到，这些昔日集中产生破净个股的行业，也是国家出台一系列经济刺激计划和产业振兴计划以来，受益最多的板块，如钢铁、汽车等。而进入此波反弹以来，政策利好刺激下这些行业内的破净股纷纷大幅减少。

记者了解到，每股净资产代表着一只股票的“含金量”，净资产值越高，表明公司每股股票代表的财富越雄厚，投资价值越高。天相投顾王巍峰指出，股价低于每股净资产说明股票已相当便宜，这意味着股价下跌空间有限。但分析人士也强调，股价破净并不意味着价值就一定低估，对于仅剩的破净股，投资者还需要谨慎对待，立足公司的基本面进行投资选择。

点评



历史几次经验都表明，钢铁类上市公司整体破净，是证券市场整体估值水平跌至底部的重要标志。当然，这并不意味着钢铁股本身一定具有巨大的上涨空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第26章

找到真正赚钱的公司

经营现金净额

赚钱还有真假之分吗？对个人来说，一般没有。你年薪10万，到手的不会只有3万。但查看上市公司的利润时，就得辨一辨真假了。也就是说，上市公司仅仅账面利润好看还不行，必须把现金拿到手才算真正盈利。这就如同炒股票，市值盈利不算数，卖掉股票落袋为安才算真赚钱。

上市公司财务报表中的经营活动产生的现金流量净额（以下简称经营现金净额），在某种意义上，就可视为现金版的净利润。对投资者来说，账面版净利润、现金版净利润都要看，不可偏废（实例见图26-1）。

贵州茅台酒股份有限公司 2006 年度报告摘要

§3 会计数据和财务指标摘要
3.1 主要会计数据

这两个数据都很重要

（单位：元 币种：人民币）

主要会计数据	2006 年	2005 年	本年比上年增减(%)	2004 年
主营业务收入	4 896 186 901.21	3 930 515 237.61	24.57	3 009 793 519.92
利润总额	2 488 186 993.43	1 920 246 363.64	29.58	1 490 672 514.81
净利润	1 504 116 840.49	1 118 541 629.37	34.47	820 553 997.19
扣除非经常性损益的净利润	1 497 497 140.37	1 117 886 088.60	33.96	818 807 764.73
经营活动产生的现金流量净额	2 105 171 033.69	1 693 707 488.32	24.29	
	2006 年末	2005 年末	本年末比上年末增减(%)	2004 年末
总资产	9 388 915 003.99	8 057 596 464.59	16.52	6 373 652 983.57
股东权益（不含少数股东权益）	5 897 005 453.58	5 091 897 569.17	15.81	4 169 148 809.73

图26-1 贵州茅台2006年年报部分内容

一手交钱一手交货

企业作生意，与市场买菜不同，一手交钱一手交货的情况很少，多数情况是货先交了，钱过一段时间再付。而企业的会计制度中，却不用等货款到账，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要交了货，就可以在销售收入的账里添上一笔。

这种记账与款到不同步的现象，造成一个问题。一旦将来货款只能收回一部分或者根本收不回，那么已经在定期报告中公布的销售收入，可就有水分了，进而，在销售收入基础上核算出来的净利润也同样有水分了。

为解决这个问题，企业的会计报表中，除了资产负债表、利润表，还有一个现金流量表。这个现金流量表中的经营现金净额，简单说，就是按照一手交钱一手交货的原则来核算的企业的净利润。

有投资者可能会想，既然现金流量表没水分，那干脆只看这个表。这也不行，利润表在某种程度上是对未来情况的合理估计，虽然可能有水分，但时效性很强，而现金流量表虽然没水分，但时效性太滞后了。比如说，企业作了一笔大买卖，货也交了，但钱还没到账，如果没有利润表，投资者就无从知晓了。因此，两张表、两个数据（净利润与经营现金净额）都要看，它们是从不同侧面对企业的经营状况进行描述。

投资者在阅读上市公司的现金流量表时，除了经营现金净额，还会看到投资活动产生的现金流量净额、筹资活动产生的现金流量净额，这两个数据相对经营现金净额的重要性要差不少，普通投资者不看也无妨。

预警指标

经营现金净额的第一大作用是预警。

我们可以将经营现金净额与净利润进行比较。如果经营现金净额明显低于净利润，那就得小心了。

通常情况下，导致上述现象的主要原因，一是公司销售回款速度下降，卖出货后没收回钱；二是存货出现积压，采购来的原材料尚未形成产品或产品尚未销售。为了验证事实如何，投资者可以查一下，上市公司资产负债表中的应收账款与存货，看看它们的数额是不是明显增加了。如果是，那么基本上可以断定，就是这两个原因导致了经营现金净额低于净利润。

投资者不要小看回款速度下降与存货积压的问题严重性。

首先，这说明企业生产的产品不抢手，只有靠赊销，才能打开市场，而赊销则容易滋生坏账，这等于是给公司未来的经营埋下隐患。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，由此产生的经营现金净额减少，可能使企业没有足够的现金扩大再生产、开发新产品。企业很可能要从银行贷款来解决这些问题，这就增加了企业的利息负担。

如果经营现金净额长期明显低于净利润，甚至为负数时，就是十分危险的信号了。这说明企业长期处于入不敷出的状况，特别是当企业负债很高，经营现金净额再为负，投资者一定要避而远之。因为这种亚健康的状态，很可能会突然演化为“大病一场”——巨额亏损。

此外，上市公司以往财务造假案例也显示，**造假公司在案发前，大都有经营现金净额为负的朕兆**。因为上市公司财务造假一般是合同作假，把净利润打扮得好看，但却会在经营现金净额上露出马脚——由于现金流造假成本太高，造假者大多不会在这上做文章。因此，对经营现金净额保持警惕，还可以避免“踩雷”。

报喜鸟

既然经营现金净额能报忧，自然也有报喜的功能。

如果上市公司经营现金净额持续增长并大大超过净利润，其原因通常有两种。

第一，预收账款大幅增加，上市公司今后的净利润会大幅提高。投资者可以查一下资产负债表中的预收账款，如果预收账款大幅增加，则说明公司的产品很抢手。其销售是先收钱，过一段时间再交货。由于货还没有交，在会计处理上，还不能算作是销售收入，而先收下的钱，就放到了预收账款这个会计科目中。但这些预收账款在未来会变成销售收入，为净利润提高作贡献。

一般来说，上市公司的产品到了有人拿钱排队取货的地步，就说明产品供不应求，这个时候，上市公司就有能力提高产品的销售价格，从而大幅提高产品毛利率。

典型的例子如贵州茅台（见图26-2），这家白酒企业极具品牌优势，产品极为抢手。公司2004～2006年的预收账款分别为10亿元、15亿元和21.4亿元。同期，公司的净利润分别为8亿元、11亿元和15亿元。而茅台酒在这几年中，几乎年年都在涨价，其股价从2005年初至2007年11月也涨了近25倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贵州茅台酒股份有限公司 2007 年半年度报告

合并资产负债表

2007 年 06 月 30 日

截至2007年6月30日，预收帐款达到24.4亿元

（单位：元 币种：人民币）

编制单位：贵州茅台酒股份有限公司

项目	附注	期末余额	年初余额
应付账款	(五).14	69 880 889.48	39 436 149.99
预收款项	(五).15	2 442 383 982.64	2 141 468 768.67

图26-2 贵州茅台2007年半年度报告部分内容

此外，在房地产类上市公司中，由于预售房屋而收到的现金，根据结算的规定，可能在当年不能确认为销售收入，也会导致预收账款增加。股民如果买房地产股票，务必要关注其预收账款，如果大增，说明房产预售行情火爆，来年的利润就有了保证。

因此，投资者遇到预收账款大增导致经营现金净额增加的上市公司，很值得密切关注。

第二，应付账款大幅增加，导致经营现金净额增长。这说明企业在购买原材料的时候，处于买方市场，能够长时间赊账。这对上市公司来说也是比较有利的，能够长时间赊账，是在拿别人的钱当做自己的运营资金用，这等于是在免息从银行贷款。

第三，故意压低净利润，导致经营现金净额超过净利润。在实际经营过程中，有时候上市公司为了保证净利润每年都能有一定增长，在赚了大钱的年度，会通过增加坏账准备、存货减值准备等手段增加当年费用，以达到降低当年净利润的目的，以便在以后年度逐渐释放这些被人为隐藏的净利润，但由于经营现金净额大幅增长，事实上已经展露了公司的真实盈利情况，投资者对这些公司以后年度的净利润增长可以保持一定信心。

为了验证公司是不是故意增加坏账准备等，投资者可以看一下其年度报告中对会计政策的披露，如果以往执行的会计政策、会计估计被改变，与此同时资产负债表中的坏账准备与存货减值准备等大幅增加，那么就有故意压低利润的重大嫌疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业特点

经营现金净额的报喜功能也不是万灵的，一些公司由于所处行业本身的特点，会导致经营现金净额一直远远超过净利润，但并不能因此就可以认为其净利润将大幅增加。

比如说资本密集型的企业，存在着较大的固定资产。而固定资产折旧虽然每年会纳入公司成本，但不会产生现金的流出，所以就导致了经营现金净额远远超过净利润。

水电类上市公司就很典型，大量资金的使用是在水电站建设时期，电站建成后，日常运营并不需要大量现金支出，而这类公司每年的成本，主要体现为水电站的固定资产折旧，而折旧并不会使公司支出现金，所以水电类上市公司的经营现金净额会常年高于净利润。

此外，旅游、钢铁、运输、商业类上市公司也存在着这样的情况。因此，对这类上市公司不能单纯用经营现金净额来预测公司净利润的增长。

并购对象

刚才讲了，有些经营现金净额超过净利润的上市公司，由于行业特点，不一定具备净利润大增的可能。但从另外一个角度讲，其中一些公司也因此成为很好的并购对象。

商业类上市公司就很典型。从这几年证券市场的并购案例来看，商业类上市公司是并购多发地带。其中一个主要原因就是这些公司虽然盈利能力平平，但却拥有难得的产生经营现金净额的能力。这一点，对很多公司来说十分具有吸引力。因为一旦控制了这种上市公司，并购方就等于控制了一家“小银行”，巨额的现金就可以为我所用。于是，商业类上市公司往往成为资本猎取的目标。

眼下证券市场低迷，上市公司股价大都处于相对低点，直接在二级市场打响收购战的可能性逐渐加大，这种针对现金流充沛的上市公司的并购案例很有可能会发生。而二级市场的收购战一旦展开，被收购的上市公司的股价往往会在短期内大幅上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（请勿转载！）
http://www.55188.com/forum-53-1.html
理想论坛图书馆藏书

证券时报 2009年2月17日

上市公司经营性现金净流入下滑八成

□记者 李坤

目前2008年年报的披露仍处于初始阶段，但30多家已经披露的年报透露的信息表明一个惊人事实，上述公司2008年经营性现金净流入平均下滑八成以上，只有不到10亿元。更令人担忧的是，在资金紧张的情况下，上市公司的投资支出不仅没有缩紧，反而增加了三成多。

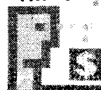
初步统计数据显示，30多家公司整体上出现了应付账款等流动负债大幅增加，库存增速上升情况。其中20家非ST上市公司的流动负债合计达到382.55亿元，同比增长三成以上。从流动负债的构成来看，应付票据和借款是债务增加的主要来源，与企业日常经营相关的应付账款增加并不明显。这显示上市公司获得资金的重要渠道仍旧是民间借贷融资或者金融机构的借贷。

相对而言，这些公司总体的库存的增加并没有去年底大家想象中的严重，增幅只有3～4成。从行业分布来看，这或许与目前已披露年报的上市公司多数并非属于高库存行业有关。就具体公司来看，有色金属、房地产行业的库存增加情况还是相当明显。如大连金牛2008年年末的库存金额就比2007年年末增加了九成以上，达到15.87亿元。

从现金流的情况来看，上市公司经营数据之间的背离现象就显得非常明显。从营业收入数据来看，这些公司整体的营业收入不仅没有下滑，而且增长20%，全球性的金融危机好像并无影响。但是从现金流来看，这些公司2008年的经营性现金净流入竟然下滑八成以上，只有不到10亿元。与此同时，“取得借款收到的现金”激增100多亿，增长六成以上，成为上市公司资金的主要来源。

从现金流数据来看，造成上市公司资金需求紧张的原因除了应收账款以及库存增加外，上市公司巨大的投资支出是引起上市公司资金紧张的主要因素。数据显示，2008年这些上市公司整体的投资规模不仅没有缩紧反而增加了三成多，达到100亿以上。由于这些新增资金的来源主要以借款为主，这或许将导致部分上市公司今年面临巨大的资金压力。

点评



所有财务数据与财务指标，最终都要接受经营性现金流的考验。这是考察上市公司的终极指标，或者说，是一票否决的指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第27章
给净利润瘦身
非经常性损益

投资者阅读上市公司定期报告，或者查看有关的财务指标时，经常遇到一个名词：非经常性损益。很多投资者以为它是一个会计科目，但其实不是。非经常性损益其实是中国证监会要求上市公司披露的，带有财务性质的一个数据。借助这个数据的“瘦身”功能，投资者能够更准确地把握上市公司的真实盈利能力。

1号文件

中国证监会为非经常性损益下的定义是：与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

如果大家觉得这个定义看不太明白，那通俗一点讲，非经常性损益就是飞来横财或飞来横祸。打个比方说：你的工资收入就是经常性损益，而你中彩票就是非经常性损益；你买菜的支出就是经常性损益，而丢钱包则是非经常性损益。

观察非经常性损益，对准确判断公司投资价值来说很重要。比如说，一些上市公司通过一次性资产置换产生的利润，往往占到年度净利润的大部分，如果不把这部分利润列为非经常性损益，投资者只看净利润总额，可能会产生错觉，认为上市公司本年度生产经营搞得不错。这就好像一个人年薪5万，但中彩票得了5万，于是就对外宣称，自己年收入10万，如果你以其年收入10万的数据判断这个人的生活水平与工作能力，那就大错特错了。

证监会在给非经常性损益下了定义外，还不厌其烦地列出了21种应认定为非经常损益的事项。中国证监会颁布的《公开发行证券的公司信息披露解释性公告 第1号——非经常性损益（2008）》（见附件一）就是对非经常性损益的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用进行规范。

证监会之如此重视非经常性损益，主要目的就是减少上市公司利润操纵现象的发生，使投资者更加方便、更加可靠、更加准确地了解上市公司生产经营的真实状况，也就是说，既不能让飞来横财使投资者高估了上市公司的盈利水平，也不能令飞来横祸使投资者低估了上市公司的赚钱能力。

需要说明的是，在定期报告的利润表中，有两个会计科目——经营外收入与经营外支出，这两个会计科目所核算的内容，与非经常性损益相类似，但其范围要窄得多。本着对上市公司谨慎估值的态度，投资者还是应该使用非经常性损益。

年报在“主要财务数据和指标”部分，一再将“非经常性损益”这一概念引入关键指标中（如扣除非经常性损益后的净利润、扣除非经常性损益后的全面摊薄净资产收益率），并单独对非经常性损益列示明细表（见图27-1），展示于年报的开始部分。它对于投资者准确把握上市公司的真实盈利能力，具有不可替代的作用。

（二）非经常性损益项目和金额：

单位：元 币种：人民币

非经常性损益项目	金额
非流动资产处置损益	718 606.83
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	60 540 713.38
债务重组损益	7 431 530.97
同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益	94 468 238.30
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	-694 383.62
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-15 314 089.48
少数股东权益影响额	-2 217 296.93
所得税影响额	-12 805 385.13
合计	132 127 934.32

图27-1 方大炭素2008年年报的相关内容

操纵利润的法宝

非经常性损益包括横财与横祸，但现实情况中，绝大多数是横财。大多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数上市公司在一年当中，都或多或少会发点小财，这本没什么不好。但问题在于，一些上市公司试图在非经常性损益上做文章，将它作为“化妆品”，成为粉饰业绩、调节利润的法宝，并以此来制造“迷人”的幻象。

上市公司的小把戏，主要有以下几种。

第一，失而复得。上市公司卖出一批产品，货款还未收到，计账的时候，就将这笔业务列为应收账款，如果几年都没收回来，那么就得计提损失了。比如说，公司有一万元货款五年没收回来，那就得做好最坏的打算——这一万元打了水漂，为此，就得将这一万元视为坏账当作企业的费用了。但如果这笔钱后来又收回了，那就是意外之喜了——本来已经当做死账提了费用，在收回的当年，企业的利润就可以增加一万元。

有的上市公司动了歪脑筋，故意将一些可以收回的账款视为坏账，等到哪一年经营惨淡业绩不好的时候再收回来，这样当年的利润就可以增加。

除了死账收回外，上市公司还会在其他方面耍“失而复得”的把戏，比如说存货跌价冲回等，其方法与上面的例子一样。

第二，一次性财政补贴。一次性财政补贴是指地方政府送给上市公司一笔钱。通常是政府从扶持或政策导向角度出发，给予企业的一种资金支持。

政府送钱给上市公司当然是好事，这一点也无可厚非，但有些地方政府出钱的目的，主要是防止上市公司连续亏损。按照规定，上市公司连续三年亏损就要退市，一些地方政府为了不使自己控股的上市公司退市，于是就拿出一笔钱，使上市公司渡过危急关头。

可能有投资者讲，政府能这样做，应当欢迎呀。对于那些持有这些亏损公司股票的投资者来说，自然是好事。但对证券市场整体来说，可就并不是好事了。一个健康的证券市场，跟人一样，也需要新陈代谢，把经营不善连续亏损的公司从上市公司的行列中剔除，将有限的上市资源给予业绩优良的公司，有利于证券市场健康发展。

第三，卖家当。有些上市公司为了不亏损或者使业绩好看，会变卖公司的资产。比如说，公司有一块地，买了几年，地也升值了，本来这块地是打算用来建新厂房，但一看今年要亏损，为了扭亏，就把地卖了。

对上市公司而言，卖家当，固然可以提高某一年的业绩，但从长远看，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：95[illegible] 理想论坛图书馆藏书 www.7help.net

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

这种短期的行为会对上市公司的可持续发展造成损害。

上述三种小把戏得来的收益，都属于非经常性损益，虽然算在了事发当年的利润当中，但投资者可别将它们与靠主营业务得来的利润混为一谈。

个别情况下，非经常性损益也会体现为另一种现象，就是在某一个会计年度，上市公司突然由于非经常性损益导致业绩大幅下降甚至巨额亏损。这种现象，一般是上市公司对以前年度发生的未披露的损失、潜亏，在一年中进行集中释放。这种情况，在上市公司重组时比较常见，新的控股股东来了，习惯将以前藏着掖着的坏账、损失、费用一股脑儿全亮相，这样才有利于公司轻装上阵。这种现象对上市公司来说是有利的。投资者对潜在问题一次性释放完的上市公司，可以保持关注，一般情况下，风险释放过后的上市公司会有比较好的业绩表现。

透过现象

包含非经常性损益在内的利润指标，虽然是公司业绩的真实反映，但如果不排除非经常性损益的因素，可能会干扰投资者对公司主营业务或其他正常投资活动的盈利能力或回报的判断（见图27-2）。

	报告期（1—6月）	上年同期
营业利润	-6 172 606	34 964 583
利润总额	166 285 825	118 254 667
净利润	140 776 502	101 781 741
扣除非经常性损益后的净利润	1 821 377	21 979 783

注意两个数字的对比

图27-2 光明乳业2008年半年报的相关内容

使用上市公司盈利指标以及以利润为基准的估值指标，最好使用剔除非经常损益后的数字，这样才能透过现象看本质。因为扣除后的指标是上市公司盈利能力更加真实的反映。

投资者要理解这样一个道理：上市公司定期公布财务指标，是在向我们进行工作“述职”，我们看这些述职报告，不仅是想知道上市公司过去都干了些什么，更重要的，是以这些述职报告为基础，判断上市公司的盈利能力，领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导者的管理水平，进而预测上市公司将来会怎么样，因为任何一只股票的价格都是建立在对该公司未来收益的预期上。基于这样的目的，就有必要剔除那些有可能妨碍我们正确把握上市公司价值内涵的因素。

研究报告时，除了要仔细看非经常性损益的情况，还要认真看看会计报表中的利润表，利润表中有两个会计科目：营业收入、营业成本，投资者应当仔细观察上市公司这二个会计科目的变化，因为它们基本上不涉及非经常性损益的问题。

孰低原则

除了在定期报告中，还有两个地方，也会出现非经常性损益。

一个是上市公司公开增发新股。按照证监会的规定，上市公司在公开增发时，最近三年的加权平均净资产收益率平均不得低于6%。这里的净资产收益率在计算时使用净利润数据，即以扣除非经常性损益的净利润，与没有扣除时的净利润相比较，哪一个低算哪一个。因为有些上市公司由于非经常性损益体现为损失（即非经常性损益为负数），扣除后的净利润与扣除前相比反倒增加了，而采取孰低原则，可以说，要求更加严格。

另一个是股权激励。上市公司在实施股权激励时，会设定一些业绩目标，如果能够达标，就可以实施股权激励。而业绩目标主要包括净利润增长率、净资产收益率等指标，在计算这些指标时，也会考虑非经常性损益的因素，一般来说，用到净利润的时候，也会采取上述的孰低原则。

投资者要特别关注这两个地方，判断上市公司是否能够达到公开增发的标准，或者是否可以达到股权激励的要求，都要记住这个原则，否则容易产生误判。

理想论坛图书馆藏书
http://www.55188.com/forum-53-1.html
（请勿转载！）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财经 2008年11月17日

上市公司炒股收益将计入非经常性损益

□记者 宋燕华

11月16日，证监会发布《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号－非经常性损益》，扩大非经常性损益范围。这将对以炒股为业绩主要来源的上市公司带来重大影响。

与2007年规定相比，本次规定在概念上没有太大变动，只是用“正常经营业务”替代了原规定中的“主营业务和其他经营业务”。但是，新规在非经常性损益的范围上从原有的15条扩大至21条，上市公司与股票投资相关的收益均可能被划入非经常性损益的范围。

比如，除与公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益均被列入非经常性损益范围。

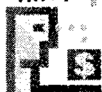
一位券商分析师向《财经》记者表示，新规的出台有利于上市公司集中发展主业、提高核心竞争力，但由于只是在利润表内容不变的情况下进行类别调整，对损益影响有限，相比经常性损益和非经常性损益的划分，何种收入可以计入报表对上市公司影响更大。

比如，2007年起执行的新会计准则，允许将债务重组收益计入当期损益。《股票上市规则》规定，*ST公司在最近一个会计年度经审计的净利润扭亏后，即可申请撤销退市风险警示。因此，多家盈利无望、处于退市边缘的*ST公司在2007年底采用这一方式保住了上市地位。

上述分析师指出，新规的部分条款并不适用于所有的上市公司，投资者和分析师在分析上市公司利润结构时应考虑这一因素。

比如，保险行业上市公司以投资为收入的主要来源，如果将持有交易性金融资产或负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产或负债和可供出售金融资产取得的投资收益，均被列入非经常性损益范围，这将导致保险行业损益结构失真。

点评



上市公司具体将哪些收益视为非经常性损益，投资者一定要以年报为准。并据此评估，对上市公司未来再融资的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附件一
公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益（2008年）

一、非经常性损益的定义

非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

二、非经常性损益通常包括以下项目：

（一）非流动性资产处置损益，包括已计提资产减值准备的冲销部分；

（二）越权审批，或无正式批准文件，或偶发性的税收返还、减免；

（三）计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外；

（四）计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费；

（五）企业取得子公司、联营企业及合营企业的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益；

（六）非货币性资产交换损益；

（七）委托他人投资或管理资产的损益；

（八）因不可抗力因素，如遭受自然灾害而计提的各项资产减值准备；

（九）债务重组损益；

（十）企业重组费用，如安置职工的支出、整合费用等；

（十一）交易价格显失公允的交易产生的超过公允价值部分的损益；

（十二）同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益；

（十三）与公司正常经营业务无关的或有事项产生的损益；

（十四）除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（十五）单独进行减值测试的应收款项减值准备转回；

（十六）对外委托贷款取得的损益；

（十七）采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益；

（十八）根据税收、会计等法律、法规的要求对当期损益进行一次性调整对当期损益的影响；

（十九）受托经营取得的托管费收入；

（二十）除上述各项之外的其他营业外收入和支出；

（二十一）其他符合非经常性损益定义的损益项目。

三、公司在编报招股说明书、定期报告或发行证券的申报材料时，应对照非经常性损益的定义，综合考虑相关损益同公司正常经营业务的关联程度以及可持续性，结合自身实际情况做出合理判断，并做出充分披露。

四、公司除应披露非经常性损益项目和金额外，还应当对重大非经常性损益项目的内容增加必要的附注说明。

五、公司对“其他符合非经常性损益定义的损益项目”以及根据自身正常经营业务的性质和特点将本规定列举的非经常性损益项目界定为经常性损益的项目，应当在附注中单独做出说明。

六、公司计算同非经常性损益相关的财务指标时，如涉及少数股东损益和所得税影响的，应当予以扣除。

七、注册会计师为公司招股说明书、定期报告、申请发行证券材料中的财务报告出具审计报告或审核报告时，应对非经常性损益项目、金额和附注说明予以充分关注，并对公司披露的非经常性损益及其说明的真实性、准确性、完整性及合理性进行核实。

八、上市公司自2008年12月1日起执行，在编制2008年度财务报告时应按照本公告要求披露非经常性损益。拟上市公司自公告之日起执行。

理想论坛图书馆藏书

http://www.55188.com/forum-53-1.html

（请勿转载！）

专家好评

阅读本书，最为赞赏的是作者通俗化的表达方式，而最有兴趣的是那些涵盖了股票分析主要方面的关键词。对于中国股市，笔者既不是基本派，也不是技术派，更不是消息派，而是一直推崇将以上各种因素综合运用到具体的股价趋势分析中去，而阅读中，似乎感觉作者也是在将读者向这样一个方向引导。

本书定位在“投资者必读”的基础篇，我看未必。对于专业投资者来说，借阅读本书对自己的分析方法进行梳理和总结，也未尝不是好事，或许也有补充和借鉴。

——姚振山

股民需要更多的是基本常识，这类书，外国出得不少，但以中国股市为基础，又写得深入浅出的书极少，而作者的这本小书是雪中送炭。

——张志雄
《Value》主编

作者曾在《上海证券报》十年，身跨证券与传媒两个行业，其特殊的经历，使其为文得以兼顾专业与通俗。通读此书，很多时候为其深入浅出的功力，化繁为简的表述所折服。

——李鲁宁博士
美国常青投资公司（Evergreen Investments）衍生金融投资部主任

读者好评

用通俗的语言来解读专业的证券知识，读起来非常过瘾！虽然读了不少巴菲特、林奇的书，但基本功一直没怎么打好，借着袁克成这两本好书，好好补补功课。封面也很喜欢，清爽！（**当当网友**）

内容充实，文字精炼。作者是第一线的专家，绝对原创，绝对符合中国国情。（**当当网友**）

非常好的一本书，现在股市大跌，读读股票书很有必要。这本书实用，公式解释得很清楚。超过国内很多投资方面的书籍，非常喜欢。（**当当网友**）

价值投资者非看不可，这是一本值得看的工具书。（**卓越网友**）

投稿热线：
(010) 88379007
购书热线：
(010) 68995259, 68995261
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com



上架指导：证券/投资/股票

ISBN 978-7-111-26782-9



定价：32.00元